

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE
SECURITIES ACT AMÉRICAIN
DE 1933

CONTRIBUTION A L'ÉTUDE
DE LA RESPONSABILITÉ DES ÉMETTEURS DE TITRES
EN DROIT COMPARÉ

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Jeudi 6 Juin 1935, à 14 heures

PAR

Marc SCHMITT

<i>Président :</i>	M. HENRY LÉVY-ULLMANN	} <i>Professeurs</i>
<i>Suffragants :</i>	MM. AMIAUD HAMEL,	

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Éditeurs

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1935

**LE SECURITIES ACT AMÉRICAIN
DE 1933**

**CONTRIBUTION A L'ÉTUDE
DE LA RESPONSABILITÉ DES ÉMETTEURS DE TITRES
EN DROIT COMPARÉ**



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41550423_0053

LE
SECURITIES ACT AMÉRICAIN
DE 1933

CONTRIBUTION A L'ÉTUDE
DE LA RESPONSABILITÉ DES ÉMETTEURS DE TITRES
EN DROIT COMPARÉ

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Jeudi 6 Juin 1935, à 14 heures

PAR

Marc SCHMITT

<i>Président :</i>	M. HENRY LÉVY-ULLMANN	} <i>Professeurs</i>
<i>Suffragants :</i>	{ MM. AMIAUD HAMEL	

PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Éditeurs

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1935

*La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses ; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.*



INTRODUCTION

Les pertes éprouvées par les porteurs de titres américains entre les années 1923 et 1933 s'élèvent à 25 milliards de dollars (1) (environ 375 milliards de francs). Même avant la catastrophe financière de septembre 1929 la perte annuelle dépassait un milliard de dollars (2) (environ 15 milliards de francs). Un spécialiste célèbre de l'escroquerie financière (3) fut emprisonné après avoir écoulé pour plus de deux milliards de titres sans valeur. Dans sa prison il écrivit un livre intitulé : « Mes aventures avec votre argent » où il révèle comment il était parvenu, sous le couvert de la loi, à tirer profit de la crédulité du public.

Cependant, quand on ouvre des recueils de droit américain il semble, à première vue, que la protection de l'épargne fait l'objet non seulement de diverses actions de la « Common Law », mais encore de lois spéciales. Mais les chiffres astronomiques qui

(1) *Commercial & Financial Chronicle*, vol. 136, page 3043.

(2) Id.

(3) George Graham Rice.

viennent d'être cités tendent à prouver soit que ces actions ou que ces lois étaient insuffisantes, soit que la protection de l'épargne est impossible.

Cette dernière hypothèse est celle des auteurs qui soutiennent que l'application de responsabilités civiles dans le domaine des émissions financières devrait se borner aux cas de manœuvres frauduleuses et que tous les autres cas sont couverts par le principe de « *caveat emptor* ».

Mais cette dernière doctrine est propre à la vente de marchandises ordinaires et non pas à la vente d'actions ou d'obligations car dans celle-ci il est impossible ou du moins très difficile pour l'acheteur de connaître la valeur de ce qu'il achète autrement que par les déclarations de son vendeur.

D'autre part, quand l'évolution économique d'un pays a atteint un degré, comme actuellement aux Etats-Unis, où près de la moitié de la richesse nationale est représentée par des titres négociables, on ne peut plus dire que les acheteurs de ces titres ont librement entrepris des opérations de nature spéculative dont ils doivent assumer tous les risques. Les actions et les obligations, en un mot, ne sont pas des billets de loterie.

Il est donc absolument nécessaire dans une économie moderne où la propriété se caractérise par une liquidité extraordinaire que le contrôle des émissions financières soit prévu par une loi spéciale

dont le but est non pas de garantir la qualité des titres émis, mais de porter à la connaissance des capitalistes et des épargnants tous les faits dont la connaissance est nécessaire pour que ces derniers puissent s'engager en connaissance de cause.

Le but de cet ouvrage est de montrer l'inefficacité et l'insuffisance de la « Common Law » et des lois américaines antérieures à 1933 dans le domaine des émissions financières, pour réaliser la protection de l'épargne, et, d'autre part, de présenter un exposé et une critique du Federal Securities Act de 1933 dont l'objet est de protéger les détenteurs de titres par un contrôle préventif rigoureux et par des responsabilités sévères à la charge des émetteurs.

PREMIÈRE PARTIE

LES ÉMISSIONS FINANCIÈRES
AUX ÉTATS-UNIS
ET LE DROIT COMMUN

CHAPITRE I

ORGANISATION ET MÉCANISME
DES ÉMISSIONS FINANCIÈRES

Les émissions financières se font avec le concours des banques d'affaires. Exceptionnellement une grande société pourra trouver parmi ses actionnaires un public suffisant pour écouler seule une nouvelle émission et en particulier une augmentation de capital. La banque n'intervient alors que par son service de guichet. Mais normalement le concours actif des banques d'affaires est indispensable.

Avant même que la séparation des banques de dépôt et des banques d'affaires ait été rendue obli-

gatoire par le Glass-Steagall Banking Act de 1933 (1), la fonction d'assumer ou de garantir les émissions financières a été remplie par une catégorie spéciale de banquiers, les « Investment Bankers » (2). Le rôle de ces banquiers est double. D'une part, ils sont des spécialistes, qui conseillent les fondateurs de sociétés ou les sociétés elles-mêmes sur la valeur des entreprises et sur l'opportunité des émissions projetées. D'autre part, ils se chargent de la publicité et de la distribution des titres dans le public.

La caractéristique la plus importante du mécanisme des émissions financières aux Etats-Unis est que les banquiers, dans la majorité des cas, achètent les titres ferme et ne sont pas de simples garants du succès de l'émission. Qu'ils soient seuls, ou groupés en un syndicat, ils s'engagent donc à titre principal et ils font figure, vis-à-vis du public, de vendeurs au même titre que la société émettrice elle-même.

Cependant, ce qui vient d'être dit s'applique plus spécialement aux émissions, qui sont destinées à être distribuées dans le public. Ce sont, en pratique, les émissions d'obligations ou les émissions d'actions au moment de la formation de la société ou encore les émissions d'actions qui ne sont pas

(1) 16 juin 1933, c. 89, 48 Stat. 162.

(2) Les « Investment Bankers » sont soumis à un code spécial dit : *Code of Fair Competition for Inv. Bankers*. Déc. 11, 1933, mod. Mars 23, 1934.

sujettes à un droit de préemption au profit des actionnaires. Dans les émissions d'actions, où ce droit de préemption existe ou dans les cas, où les émetteurs comptent écouler les titres parmi leurs propres actionnaires, les banquiers interviennent, au contraire, pour garantir l'émission et non pas à titre principal.

Dans les émissions publiques proprement dites par conséquent, les banquiers prennent la totalité ou partie des titres à leur compte propre et ils se chargent eux-mêmes de les écouler dans le public.

Le fait que les banquiers émetteurs sont désignés, dans le jargon de Wall Street, sous le nom d'« underwriters », a produit une confusion fâcheuse entre ces banquiers et les underwriters anglais. Ceux-ci sont des personnes, des banques ou des sociétés diverses, qui s'engagent, envers la société émettrice, à prendre le solde non-vendu des titres au moment de la clôture de la souscription. Ils ne sont que des garants du succès de l'émission et ils sont rémunérés au moyen d'une commission. Leur fonction est similaire à celle des syndicats de garantie français, mais avec la différence importante que les « underwriters » ne participent généralement pas directement à la vente des titres. En effet, ils ne sont souvent que de simples particuliers, qui sont étrangers à toute opération de banque et qui ne sont pas en relation avec les souscripteurs. Quoi qu'il en soit,

l'usage du terme « underwriters » est solidement établi dans la pratique financière américaine et il s'applique aussi bien aux banquiers qui prennent les titres fermes qu'à ceux qui n'interviennent qu'à titre de garants.

Les opérations prennent généralement le cours suivant : Dans les émissions qui ne sont pas, à proprement parler, destinées au public, mais qui sont écoulées parmi les actionnaires de la société émettrice elle-même, elles se résument à la signature d'un contrat de garantie entre l'émettrice et le ou les banquiers garants et, s'il y a lieu, à la formation d'un syndicat de garantie.

Dans les émissions publiques, le processus est évidemment plus complexe. Dans une phase préparatoire tout d'abord, la société émettrice se met en rapport avec un « investment banker » et lui soumet le projet d'émission. Le banquier fait une étude très approfondie de ce projet et il emploie ses propres experts, techniciens et conseils concurremment à ceux de la société émettrice. Il faut souligner, ici, la part importante jouée par l'avocat-conseil de la banque, qui doit donner son avis sur la légalité de l'émission. La multiplicité des juridictions et des lois américaines tend, de plus en plus, à rendre cette tâche très difficile.

Si cette étude préliminaire est favorable, le banquier peut assumer l'émission tout seul mais, si

celle-ci présente des risques importants et si elle porte sur un grand chiffre, il se mettra en rapport avec d'autres banques en vue de former un syndicat d'émission. Ce syndicat n'a aucune forme juridique spéciale. Il existe seulement aux yeux de ses propres membres mais non pas aux yeux des souscripteurs.

Avant de procéder à l'émission, il est encore nécessaire de s'assurer que les titres trouveront un marché. Pour cela, les banquiers émetteurs se mettent en rapport avec des banques distribuées sur tout le territoire, dits « dealers », et leur font une description sommaire de l'émission projetée. Si ces derniers montrent des dispositions favorables, on se décide à procéder à l'émission.

Le premier acte de l'émission proprement dite est la signature du contrat de prise ferme entre les banquiers émetteurs et la société émettrice. Ce contrat porte le nom de « Banker's Commitment ». En exécution de ce contrat, les banquiers émetteurs remettent à la société le prix d'achat des titres. Généralement ils emploient pour cela de l'argent emprunté à d'autres banques contre remise des titres en gage. En pratique, l'achat des titres par les banquiers émetteurs se fait en dessous du pair. Leur rémunération consiste en un paquet de titres et en une prime, qui porte le nom de « spread », laquelle est égale à la différence entre le prix d'achat et le prix de souscription publique. Ce « spread »

varie suivant la qualité des titres, le crédit de l'émettrice et les risques de l'émission. En pratique il varie entre 2 % et 8 %. Mais il faut remarquer que le « spread » ne revient pas uniquement au syndicat d'émission et qu'il est partagé par tous les banquiers qui interviennent successivement à l'émission.

Il arrive, dans certains cas, que les banquiers émetteurs veuillent se couvrir en demandant à un autre groupe de banquiers de garantir le succès de l'émission à la manière des « underwriters » anglais. Ces banquiers peuvent, également, se grouper en un syndicat. Ils reçoivent une commission qui est prise sur le « spread ».

La phase suivante est la formation d'un syndicat de vente (« Selling Syndicate » ou « Selling Group »). L'usage du mot syndicat en l'espèce peut donner lieu à confusion. En général le banquier émetteur ou un membre du syndicat d'émission, en qualité de gérant, envoie une lettre circulaire aux « dealers », dans laquelle il les invite à envoyer une demande pour un montant déterminé de titres. C'est cette demande qui constitue, à proprement parler, l'offre dans le contrat de souscription. Quand cette offre est acceptée par le syndicat d'émission, ce contrat est conclu. Les banquiers membres du groupe de vente n'ont aucune relation entre eux ; ils traitent directement avec le gérant duquel ils reçoivent les

titres souscrits, et auquel ils remettent le montant du prix. Les banquiers distributeurs sont rémunérés au moyen d'une partie du « spread », mais il arrive souvent que leur prime soit retenue par le gérant et qu'ils soient obligés de remettre le montant total du prix de souscription. Ils recevront leur prime, quand les titres auront été définitivement absorbés dans le marché.

Quant tous les titres ont été ainsi achetés par les banquiers vendeurs, l'émission n'est cependant pas terminée. Ces banquiers, en effet, n'ont pas l'intention de garder leurs titres mais, au contraire, ils comptent les vendre dans le public. On peut dire, en quelque sorte, qu'ils ont acheté leurs titres en gros et qu'ils les revendent au détail.

A cet effet, ils se mettent en rapport avec le public, soit directement, soit par l'intermédiaire de vendeurs (« selling agents »). Ils ont le droit d'accorder une légère prime à certains gros souscripteurs comme, par exemple, les sociétés d'assurance et les caisses d'épargne. Cette dernière prime est prise sur leur propre rémunération.

Cependant, au moment où les titres sont ainsi souscrits, la tâche des banquiers émetteurs n'est pas terminée. Ils doivent, en effet, soutenir les titres sur le marché pendant les quelques premiers mois qui suivent l'émission. On dit qu'ils se chargent de « After Market ». Cette opération est réalisée par

une série d'achats de paquets de titres à des cours égaux ou inférieurs au prix de souscription.

L'ordre dans lequel ces différentes opérations ont été décrites n'est pas chronologique. En réalité, l'instabilité du marché exige qu'elles aient lieu sinon simultanément, du moins dans le minimum de temps. En pratique, la signature du « Commitment », la signature du contrat entre la société émettrice et la banque qui lui servira d'agent fiscal, la signature des accords avec les différents banquiers devront se faire presque en même temps pour que les titres puissent être écoulés immédiatement après la détermination du prix de souscription et les différentes primes.

Quand on considère cette organisation et ce mécanisme d'un point de vue purement juridique, on est frappé de ce que les règles du droit positif n'y trouvent pour ainsi dire pas d'application. Le développement des sociétés et la transformation de la propriété, tant immobilière que mobilière, en titres négociables ont progressé à une cadence si rapide que les vieilles actions et les conceptions traditionnelles de la « Common Law » étaient inadéquates. Il s'est formé, parmi les grands banquiers de « Wall Street », une coutume particulière, qu'on désigne volontiers sous le nom « d'éthique bancaire » (« banking ethics ») et le domaine des émissions financières constituait une espèce de zone franche, sur laquelle le droit commun n'avait pas de prise,

Il était devenu habituel, par exemple, d'insérer dans les « Bankers Commitments » une clause comme la suivante : « Il est convenu que la souscription sera clôturée, autant que possible, après un délai de vingt jours, mais que, si à l'expiration de ce délai les titres n'ont pas été entièrement souscrits, nous aurons le droit de suspendre l'exécution de nos obligations. » Cette clause, qui a pour effet de faire dépendre l'exécution du contrat de prise ferme de la volonté du débiteur, est cependant valide. En fait, la jurisprudence américaine ne renferme aucun cas où une société émettrice ait obtenu des tribunaux une décision favorable quand l'« underwriter » s'était ainsi refusé à exécuter son contrat. D'autre part, dans les lettres circulaires envoyées aux « dealers » le gérant se réserve souvent le droit, dans le cas où les banquiers émetteurs ont à intervenir dans le marché, pour soutenir les cours des titres, de supprimer la prime qui est due sur les titres qu'ils ont souscrits ; le gérant peut même obliger les « dealers » à reprendre les titres que les banquiers émetteurs ont été ainsi forcés de racheter sur le marché, et, ceci, au prix auquel avait été fait ce rachat.

Enfin, pour ce qui est de la publicité, il était habituel pour toutes les banques d'attribuer l'origine des énonciations contenues dans les prospectus et les autres communications à une personne qui était intervenue à l'émission à titre d'expert ou de

conseil. Fréquemment, pour se dégager de toute responsabilité, les émetteurs commençaient leurs communications par une formule telle que : « Monsieur X nous a donné les renseignements qui suivent... » et souvent cette simple phrase était suffisante pour débouter les demandeurs.

CHAPITRE II

RESPONSABILITÉ DES ÉMETTEURS DE TITRES DANS LE DROIT COMMUN

Il n'y a pas, dans le droit anglo-américain, de théorie générale de la responsabilité civile. Le terrain des délits et des quasi-délits est couvert par une série de moyens de procédure plutôt que par une conception générale de la faute. « Il a été souvent fait remarquer, dit BOHLEN (1) que de nombreuses difficultés et de nombreuses anomalies du droit anglais sont dues à la tendance des esprits juridiques de penser en termes de procédure. » Tandis que, dans le droit français, la réparation d'un dommage dépend uniquement de l'existence d'une faute, et d'un lien de causalité entre cette faute et le dommage, elle est subordonnée, dans le droit anglo-américain au fait arbitraire que les circonstances, qui entourent le dommage, entrent dans le cadre de telle ou telle action.

(1) Misrepresentation as Deceit, Negligence or Warranty 42 Harvard L. Rev. 733.

La distinction entre responsabilité contractuelle et délictuelle est d'intérêt purement théorique et n'occupe pas dans ce droit une place aussi importante que dans le Droit Civil, sans doute parce que toutes deux ont une origine historique commune dans l'action d' « *assumpsit* ». Par contre, la distinction entre délit et quasi-délit, et plus particulièrement, entre la fraude et la simple négligence est essentielle. La fraude fait, en effet, l'objet d'une action particulière, l'action de « *deceit* », dont l'origine est assez ancienne, tandis que la simple négligence n'a pas été admise comme source de responsabilité civile, sauf dans des cas exceptionnels, et qu'elle n'a fait l'objet d'une action spéciale qu'à une période relativement récente.

Toutes les actions en matière de responsabilité civile sont dominées par la notion essentielle de « *privity*. » Ce terme désigne : une communauté de droit soit simultanée soit successive. » (1) La nécessité de cet élément provient de ce que le droit anglo-américain a toujours été opposé à rendre une personne responsable envers une autre pour ses actes et, surtout, pour de simples paroles, quand ces deux personnes étaient étrangères l'une à l'autre. Au début une telle responsabilité ne pouvait s'appliquer qu'entre les parties d'un contrat ou bien entre des personnes qui avaient assumé une fonction spéciale.

(1) Bouvier's.

Plus tard, même dans les actions de nature purement délictuelle, les tribunaux ont toujours insisté qu'il devait exister entre les parties, soit une relation quelconque, soit un certain devoir (« duty »).

En ce qui concerne plus particulièrement le droit des fausses allégations, il faut bien remarquer qu'il s'est développé et précisé pour des transactions portant sur des marchandises et non pas sur des valeurs mobilières. Dans la vente d'une marchandise, il est relativement facile de se rendre compte si celle-ci répond bien aux descriptions et aux déclarations faites par le vendeur, et, par conséquent, de constater une tromperie ou une erreur. Si d'autre part l'acheteur éprouve une perte il est facile de l'évaluer car il suffit de soustraire la valeur de la marchandise achetée de celle d'une même quantité de marchandise semblable. Dans le cas de titres, au contraire, s'il est vrai que le porteur les achète sur la foi des allégations faites par l'émetteur, celles-ci ne s'adressent, généralement qu'aux souscripteurs originaux et non pas aux porteurs successifs. D'autre part, le défaut, qui entache le titre, n'est pas aussi visible et il peut ne se révéler que bien après la souscription, quand le titre a déjà passé par plusieurs mains. De plus, il est difficile d'évaluer la perte éprouvée par le porteur, parce que, dans le cas présent, la dépréciation de valeur affecte également tous les titres de la même émission et qu'il

n'existe, par conséquent, pas d'élément de comparaison. Il en résulte que, dans les ventes de titres, la tâche du demandeur en responsabilité civile pour fausses allégations de son vendeur ou des émetteurs est considérablement plus difficile que dans les ventes de marchandises.

A première vue le porteur de titres aurait intérêt à intenter une action en garantie, car, dans cette action, le demandeur a une tâche facile : il lui suffit de prouver une fausse allégation de la part de son vendeur sur la nature ou sur la qualité de la chose vendue. Un auteur (1) préconise l'usage de cette action dans tous les cas de fausses allégations dans les prospectus et autres communications relatives aux émissions financières. Mais, si dans la vente des marchandises les tribunaux ont une tendance à interpréter largement les allégations du vendeur comme étant des garanties, ils ont, au contraire, refusé de suivre la même doctrine en ce qui concerne les titres. Dans la vente d'un titre, le vendeur n'est censé garantir que la propriété et la conformité du certificat et rien de plus, même s'il a accompagné la vente des affirmations de valeur les plus catégoriques et les plus prometteuses (2).

En principe, l'acheteur d'un titre qui se croit

(1) WILLISTON.

(2) ROTHMILLER v. Stein 143 N. Y. 581, 38 N. E. 718 ; BURWASH v. Ballou 230 Ill. 34.

trompé a le choix entre deux alternatives. Il peut ou bien demander l'annulation de la vente en restituant son titre au vendeur et en demandant le remboursement du prix ; ou bien il peut confirmer l'achat et intenter une action en dommages-intérêts contre l'auteur des fausses allégations incriminées. Dans le premier cas, il intente une action en rescision (« rescission »), et, dans le second cas, une action de fraude (« deceit ») ou de négligence (« negligence »).

Ces deux alternatives sont exclusives l'une de l'autre, c'est-à-dire que le porteur d'un titre ne peut pas les employer cumulativement ou successivement.

I. LA « RESCISSION »

La rescision est une demande en nullité de la vente, qui a pour but de sanctionner les fausses allégations frauduleuses ou innocentes du vendeur et de remettre les parties dans la situation, où elles se trouvaient avant de contracter. Pratiquement, elle peut être exercée de deux manières : Soit sous la forme d'une exception, dans une action intentée par le vendeur en paiement du prix de souscription, soit sous la forme d'une action intentée par l'acheteur et par laquelle il demande l'annulation du contrat, la rature de son nom sur les registres de la société, la reprise du titre par le vendeur, et le remboursement du prix payé.

Considérée plus particulièrement au point de vue des souscripteurs de titres, la rescision se caractérise par deux traits principaux : a) elle est une action en nullité qui ne peut être intentée qu'entre l'acheteur et son vendeur ; son champ d'application est par conséquent assez réduit ; b) elle s'applique aussi bien dans les cas de fausses allégations frauduleuses que dans ceux d'erreurs commises de bonne foi ; le fardeau de la preuve à fournir par le demandeur est, par conséquent, relativement léger.

L'acheteur de titres ne peut agir en rescision que contre son propre vendeur et à condition que celui-ci soit l'auteur des fausses allégations, qui sont prétendues avoir été la cause de la perte qu'il a subie. En pratique, les vendeurs de titres n'accompagnent leur vente de déclarations ou de renseignements sur la qualité des titres et le crédit de la société que s'ils participent directement à l'émission originale. Un vendeur ordinaire s'abstiendra de toute allégation ; un « dealer » ou un banquier vendeur se contentera de se référer aux prospectus et aux communications émises par la société émettrice ou par les banquiers émetteurs. Ce sont ces derniers, par conséquent, qui seront normalement défendeurs en rescision, car ce sont eux les auteurs des déclarations sur la foi desquelles se font les souscriptions.

D'autre part l'action en rescision est pratiquement limitée aux souscripteurs originaux, car eux seuls sont

les acheteurs directs des auteurs des fausses allégations.

Si la rescision est étroite dans son champ d'application, elle est large, par contre, en ce qui concerne l'administration de la preuve. Le demandeur doit prouver, d'abord, que le prospectus ou les communications du vendeur contenaient une fausse allégation d'un fait substantiel ou omettaient d'en faire mention. Ensuite, il doit prouver qu'il a acheté son titre sur la foi des énonciations contenues dans ce prospectus ou dans ces communications (1).

Cette preuve se caractérise, surtout, par le fait qu'il n'est pas nécessaire de prouver une intention frauduleuse de la part du défendeur, mais, malgré cette dispense, les demandes en rescision donnent lieu à des controverses assez longues et confuses. La raison en est que les fausses allégations ne peuvent donner lieu à rescision que dans les cas où elles portent sur un fait substantiel. Il est facile de prouver une fausse allégation mais non pas de prouver qu'elle est de nature à influencer la volonté d'un acheteur.

Il est nécessaire de s'étendre plus longuement sur cet élément de preuve, car il sera rencontré dans les différentes autres actions de la « Common Law » et aussi dans le « Securities Act » lui-même. Il se subdivise en deux phases, à savoir : a) que la fausse

(1) *Seneca Wire & Manufacturing Co. v. A. B. Leach & Co.*, 247, N. Y. 1, 159 N. E. 700.

allégation portait sur un fait, et b) que ce fait est substantiel.

La question de savoir si une allégation porte sur un fait, ou non, est elle-même une question de fait, qui est laissée à l'appréciation du jury. En droit américain, en effet, les parties ont le droit de demander la nomination d'un jury qui sera juge de toutes les questions de fait. Pratiquement, toutes les actions en rescision comportent une discussion d'éléments de fait et l'issue du procès est entre les mains des jurés.

De la multiplicité des arrêts, on peut tirer quelques principes généraux. Une allégation de fait s'oppose à une simple opinion ou à une déclaration portant sur un point de droit ou enfin à une simple prévision portant sur l'avenir. La rescision est refusée, par exemple, dans les cas de déclarations sur la valeur des actions d'une société, sur les dividendes futurs, sur les perspectives de vente, etc. Les questions de droit sont considérées comme de simples opinions, parce que le droit est généralement si incertain que toute affirmation n'est qu'une interprétation personnelle.

Quoi qu'il en soit, le critère de ce qui est et de ce qui n'est pas un fait reste assez incertain et jette le doute sur l'issue finale du procès.

Quand le jury a décidé que la fausse allégation incriminée porte sur un fait, il faut encore que ce fait

soit jugé substantiel. La substantialité d'un fait est une question de droit qui est déterminée par le juge et non pas par le jury. Le critère appliqué par les tribunaux n'est pas susceptible de généralisation. On peut dire, tout au plus, que sera considéré comme substantiel un fait qui, s'il avait été connu de l'acheteur, l'aurait décidé à s'abstenir. En fait, il règne sur ce terrain une confusion considérable, et l'issue du procès dépend principalement des circonstances de la cause. Il faut reconnaître, il est vrai, que cet élément de preuve n'est pas un fardeau considérable pour le demandeur, car celui-ci se contente dans la pratique d'affirmer que les allégations, sur la foi desquelles il a contracté, portaient sur un fait substantiel et que, s'il avait connu leur fausseté, il n'aurait certainement pas acheté ses titres.

Souvent l'élément de preuve qui vient d'être étudié se confond avec la preuve de la causalité qui existe entre la fausse allégation du défendeur et le dommage subi par le demandeur. En effet, si ce dernier prouve qu'il a acheté son titre sur la foi des allégations incriminées, il peut être présumé que celles-ci étaient importantes (1).

L'action en rescision est soumise à certaines conditions. Il faut, d'abord, que le porteur puisse remettre son défendeur dans le *statu quo*, c'est-à-

(1) SMITH v. Chadwick, 9 A. C. 187.

dire qu'il doit être en possession de son titre pour pouvoir le restituer à son vendeur. Cependant, s'il a vendu son titre, il peut en acheter un semblable sur le marché. Ensuite le demandeur doit agir dans un temps raisonnablement court après la découverte des faussetés ou des erreurs dans les déclarations du vendeur (1) et il ne doit pas avoir fait un acte quelconque qui corresponde à une ratification de son achat. Ont été interprétés comme étant une ratification : l'acceptation de dividendes, l'exercice du droit de vote, le paiement du prix de souscription, etc. (2).

II. L'ACTION DE « DECEIT »

L'action de « deceit » est une action en dommages-intérêts par laquelle les personnes, dont le crédit et la propriété ont été atteintes par des manœuvres frauduleuses, obtiennent réparation de leur perte.

Anciennement, elle était considérée comme une charge très sérieuse, et les tribunaux hésitaient à l'appliquer à des « gentlemen (3) ». Elle était exclusivement limitée à des parties liées par un contrat,

(1) *Mac Namee v. Bankers Union for Foreign Commerce & Finance* 25 F. 2nd 614.

(2) *BRENNAM v. National Equitable Inv. Co.* 247 N. Y. 486, 160 N. E. 924.

(3) *H. SHULMAN*, *Civil Liabilities and the Securities Act* 43 *Yale Law Journal* 227, 233.

car il n'était pas admis qu'on puisse être tenu responsable envers des tiers pour de simples paroles aussi trompeuses fussent-elles. En 1789, la première fois une action de « deçoit » fut accordée en dehors d'un contrat (1).

Considérée sous l'angle des émissions financières, la « deçoit » se caractérise par :

a) son champ d'application relativement étendu, et :

b) par la nécessité pour le demandeur de prouver une intention frauduleuse (« scier ») de la part du défendeur.

Toute personne, qui possède ou qui a possédé un titre, peut intenter une action de « deçoit ». Il n'est donc pas nécessaire qu'elle possède encore son titre au moment de l'action, pas plus qu'il n'est nécessaire qu'elle ait acheté son titre directement du défendeur. Les porteurs successifs sont donc admis au même titre que les souscripteurs originaux. Le demandeur peut assigner toute personne qui, par des manœuvres frauduleuses, l'a incité à acheter son titre. Dans la pratique des émissions financières, le défendeur sera, soit la société émettrice elle-même, soit des administrateurs, soit des banquiers ou d'autres personnes qui ont directement intervenu à l'émission ou à la vente. Mais il faut évidemment que ces personnes

(1) PASLEY v. Freeman, 2 Smith L. C. 74.

aient pris une part active aux manœuvres frauduleuses alléguées, ou bien qu'elles les aient expressément autorisées (1). Comme d'autre part, les tribunaux restent influencés par l'ancienne doctrine qui exigeait qu'une relation préalable existât entre les parties, le choix des défendeurs possibles est plus limité qu'il ne semble à première vue.

En ce qui concerne les administrateurs, il ne peut être question que de ceux qui ont personnellement signé le prospectus ou bien de ceux qui ont expressément approuvé son contenu. Les tribunaux hésitent d'ailleurs beaucoup à appliquer les principes de la responsabilité pour fait d'autrui aux administrateurs de sociétés et, dans de nombreux cas où une allégation frauduleuse a été faite par un directeur ou par un employé de la société, l'administrateur se défend victorieusement en prouvant qu'il n'avait pas donné à ceux-ci mandat de les faire (2). Dans d'autres espèces, l'administrateur s'abrite derrière sa capacité spéciale de conseiller ou de technicien, et nie toute part exécutive dans la rédaction et l'émission du prospectus incriminé (3). Enfin, nombreux ont été les essais d'appliquer dans ces actions aux administrateurs les obligations spéciales qui incombent aux personnes, qui se trouvent vis-à-vis d'autres dans une

(1) TYLER v. Savage 143 U. S. 79.

(2) DOWNEY v. Finucane, 205 N. Y. 251 : 98 N. E. 391.

(3) RIVES v. Bartlett 245 N. Y. 33, 109 N. E. 83.

position de confiance. Mais, dit SHULMAN, « alors qu'on a beaucoup prêché le caractère fiduciaire de la fonction d'administrateur, la grande confiance qui est investie en elle par les actionnaires et les autres personnes, et le devoir sacré qui incombe aux administrateurs de répondre à cette confiance et de remplir consciencieusement leurs obligations, le fait de n'avoir pas participé directement à l'émission d'un prospectus ou d'une circulaire a été pour eux contre toute responsabilité civile une arme complètement invulnérable ; et en général, les actions contre des administrateurs de sociétés sont encore parmi les plus difficiles à gagner (1) ».

Pratiquement, les administrateurs se dégageaient de tout danger de responsabilité en faisant signer les prospectus par des hommes de paille dont la solvabilité était très relative.

Le demandeur doit prouver :

a) la fausse allégation d'un fait substantiel dans un prospectus ou toute autre communication émise par le défendeur ;

b) qu'il a souscrit ou acheté son titre sur la foi de ces allégations ;

c) qu'il a subi de ce fait un dommage ;

d) que le défendeur a agi avec une intention frauduleuse.

(1) SHULMAN précité (par. 241).

Les premiers de ces éléments ont déjà été étudiés à propos de la rescision. Il faut cependant mentionner, en ce qui concerne la causalité entre les tromperies incriminées et le consentement de l'acheteur, que les tribunaux ont tendance à être plus sévères pour un porteur, qui a acheté son titre après plusieurs changements de main, que pour un souscripteur, car ils jugent que le premier est moins susceptible d'être influencé par les prospectus d'émission que par la réputation générale du titre et sa tenue sur le marché (1). C'est une des manifestations de l'idée fondamentale de « privity ».

Il faut remarquer, aussi, que le demandeur est expressément tenu de prouver un lien de causalité directe entre les tromperies alléguées et la perte subie. Mais encore une fois, cet élément de preuve se confond avec l'élément de substantialité, comme il a été vu à propos de la rescision.

La jurisprudence est incertaine sur le point de savoir si de simples omissions peuvent donner lieu à une action de « deceit » au même titre que des déclarations positives. La tendance prédominante est de les assimiler, quand elles sont de nature à rendre le reste des déclarations trompeuses.

Mais l'élément de fraude constitue la difficulté principale de preuve pour le demandeur, et on peut

(1) CHENEY v. Dickinson 172 F. 109.

dire en pratique que dans la majorité des cas cette difficulté est insurmontable. Toute l'histoire de la «*deceit*», en matière d'émissions financières, gravite autour de l'interprétation plus ou moins large du terme «*scienter*» qui signifie connaissance de la fausseté des énonciations émises.

Dans la pratique financière, les cas de fausses allégations ou d'omissions peuvent être groupés dans les catégories suivantes :

a) l'auteur des déclarations connaissait la fausseté, ou il ne croyait pas à leur véracité ;

b) il les fit à la légère, sans aucun souci de savoir si elles étaient vraies ou fausses ;

c) il croyait de bonne foi en leur véracité, mais il déclarait faussement qu'il la connaissait lui-même, alors qu'en fait il en était ignorant ;

d) il était dans une position spéciale, qui lui permettait de connaître les faits allégués, alors que le demandeur en était incapable.

e) il ignorait de bonne foi leur fausseté mais son ignorance était due à sa négligence.

D'après la doctrine traditionnelle une action de *deceit* n'est possible que dans les deux premiers cas, car dans les autres il manque un élément essentiel : il y a simplement négligence, mais non pas fraude.

L'arrêt de *DERRY v. PEEK* (1), qui est précisément

(1) 14 A. C. 33 (1889).

un cas de fausses allégations dans un prospectus émis à l'occasion d'une émission financière, a fermement posé le principe que dans une action de «*deceit*» l'élément d'intention frauduleuse est essentiel. «*Premièrement, dit le juge HERSCHELL à la Chambre des Lords, pour intenter une action de «*deceit*» il faut prouver une fraude et rien en dessous de la fraude ne suffira ; deuxièmement, une fraude est prouvée, quand il est démontré qu'une fausse représentation a été faite (a) sciemment, ou (b) sans croyance en sa vérité, ou (c) imprudemment sans prendre soin de savoir si elle était vraie ou fausse*» *** «*en mon opinion, faire une fausse déclaration négligemment n'est de loin pas la même chose qu'une fraude, et on peut dire la même chose des déclarations faites de bonne foi et basées sur une croyance sincère en leur vérité, malgré que cette croyance ne soit pas raisonnable* *** »

Le demandeur fut débouté de sa demande en «*deceit*», mais la Chambre des Lords prit soin d'ajouter que, si la simple négligence des administrateurs ne constituait pas une fraude par elle-même, elle pouvait, cependant, constituer un élément de fait de première importance en vue de prouver l'existence d'une intention frauduleuse.

Cet arrêt fut l'objet des plus vives controverses à la suite desquelles fut voté le «*directors' liability act*» de 1890 qui donne aux demandeurs une action

spéciale dans laquelle la simple négligence est suffisante et où les administrateurs ont le fardeau de la preuve de leur innocence.

La doctrine de *DERRY v. PEEK* fut généralement reprise aux Etats-Unis (1). Mais, sous la pression des nécessités économiques, la doctrine et la jurisprudence ont témoigné d'un désir grandissant d'élargir le concept de fraude pour étendre l'application de l'action de «*deceit*» aux cas de simple négligence. L'arrêt *Reno v. Bull* (2) est un exemple typique des controverses que devaient susciter cet abandon des principes traditionnels. Des administrateurs avaient fait négligemment de fausses déclarations sur les ressources de la société, sur la richesse de ses gisements pétrolifères et sur les possibilités de vente. Les juges du tribunal de première instance décidèrent qu'ils étaient responsables pour avoir publié et communiqué des faits, sans les avoir préalablement vérifiés en faisant une raisonnable investigation. Cependant, les juges d'appel décidèrent que ce raisonnement était erroné. «*Négligence, dirent-ils, et fraude ne sont pas synonymes et, au point de vue juridique, elles ne sont même pas semblables. — La négligence, quelque'en soit le degré, ne comporte pas la volonté de commettre un acte délictueux ;*

(1) *KOUNTZE v. Kennedy*, 147 N. Y., 124.

(2) 226 N. Y. 546, 124 N. E. 924.

elle peut servir à prouver l'existence de la fraude mais elle n'est pas une fraude en elle-même » ***
« A l'origine de la fraude il y a toujours une volition tandis que la négligence consiste en un manquement à un devoir sans cette volition. »

Cependant, dans certaines juridictions les tribunaux adoptèrent la théorie des juges de première instance et élargirent le concept de fraude. Une action de « deceit » fut accordée dans des cas où le déclarant avait négligemment déclaré connaître les faits allégués alors qu'en fait ils les ignorait (1). Peu à peu se dégagea le principe qu'une personne est présumée affirmer sa connaissance des choses qu'elle avance. Dans la pratique financière il est d'ailleurs très coutumier de parer à cette présomption en transférant, par une clause spéciale la responsabilité de leurs énonciations sur une autre personne, qui les a faites en sa qualité d'expert.

Graduellement, la tendance d'appliquer l'action de « deceit » d'une façon plus large pour répondre aux besoins de la pratique s'étendit et se fit jour dans diverses juridictions. Différentes formules s'élaborèrent, qui tendèrent à remplacer la fraude par la simple négligence. Mais il est impossible de dégager de ces essais variés une doctrine générale et,

(1) CHATHAM FURNACE Co. v. Moffatt, 147 mass. 403, 18 N. E. 168 ;
Lehigh Zinc & Iron Co. v. Bamford, 150 U. S. 665.

dans la majorité des Etats, les tribunaux s'en tinrent à la doctrine traditionnelle.

Les opinions des auteurs témoignent des mêmes controverses. L'interprétation inorthodoxe des principes de la « Common Law » fut applaudie par certains auteurs comme introduisant au profit des porteurs de titres une souplesse, qui facilitait beaucoup leur tâche car la preuve d'une intention frauduleuse du demandeur est très difficile (1). D'autres s'indignèrent de cette interprétation, disant qu'elle tendait rien moins qu'à confondre entièrement le terrain de la fraude avec celui de la négligence et que ceci était contraire aux principes les plus fondamentaux de la « Common Law » (2). Ces derniers auteurs reconnaissent qu'il était nécessaire, dans le domaine des émissions financières, d'admettre la simple négligence comme source de responsabilité mais ils disaient qu'au lieu de dénaturer l'action de « deceit » il était bien préférable et plus rationnel d'employer l'action spéciale de négligence.

III. L'ACTION DE « NEGLIGENCE »

Le terme « Negligence » a deux sens en droit anglo-américain : il signifie : a) une manière négligente de

(1) GREEN : Deceit, 16 Va. L. Rev. 749 ; Shulman, précité.

(2) BOHLEN : Should negligent misrepresentation be regarded as negligence or fraud ? 18 Va. L. Rev. 703.

commettre un acte, et b) une action spéciale qui fit son apparition vers le milieu du *xix^e* siècle. Avant cette époque, en effet, la négligence n'était source de responsabilité civile, qu'entre les personnes liées par un contrat et, d'autre part, dans certains cas limités, où certaines personnes avaient assumé une fonction spéciale comme celles de transporteur, aubergiste, dépositaire de meubles, etc. Quand, vers 1850, l'action spéciale de négligence apparut, elle fut limitée de même aux cas de « *privity* » contractuelle et aux personnes énumérées plus haut. Or il se trouvait que tous ces cas renfermaient un élément commun, à savoir un certain devoir (« *duty* »), dont la violation était la source de l'action. Cette idée de « *duty* » qui avait été d'abord sous-entendue fut soudain mise en vedette par une série d'arrêts, où une personne C avait été lésée par l'exécution d'un contrat conclu entre A et B. Dans une action de C contre A, qui était le vendeur de B, les tribunaux dirent que A n'était pas responsable envers C car il n'avait aucune « *duty* » envers lui (1). De là les tribunaux passèrent rapidement au principe que, dans une action de négligence le défendeur n'est responsable que s'il a un devoir à remplir vis-à-vis du demandeur (2).

(1) *LANGRIDGE v. Levy*, 2 M. & W. 519; *WINTERBOTTOM v. Wright*, 40 M. & W, 109.

(2) *WINFIELD*, *Duty in Tortious Negligence* 34 Col. L. Rev.

En interprétant l'idée de devoir d'une manière libérale les tribunaux auraient certainement pu donner à l'action de négligence un champ aussi étendu que celui de l'article 1382 du Code Civil, mais de même qu'on était passé de l'idée de « privity » à celle de « duty », par un curieux retour en arrière, on revint à l'idée primitive de « privity » pour établir le critère des devoirs dont le manquement est une source de responsabilité civile. En effet, comme le devoir n'est souvent que l'obligation d'agir en homme raisonnable, il eût été facile d'interpréter ce terme d'une façon suffisamment large pour l'appliquer à toutes les situations de fait. Mais les tribunaux ont refusé de séparer l'élément de devoir de l'élément de « privity » ; en d'autres termes, ils n'accordent l'action en négligence que dans les cas où ces deux éléments sont réunis.

Il faut remarquer également, qu'à l'origine l'action spéciale de négligence avait été donnée pour réparer des dommages à la personne et non pas des dommages à la propriété ou au crédit. Dans la suite, les tribunaux ont toujours montré une grande résistance à étendre l'application de l'action aux cas de dommages à la propriété et, en particulier, aux cas de pertes éprouvées par les acheteurs de titres.

Ces deux obstacles, à savoir la nécessité d'une « privity » entre les parties et d'un devoir, et d'autre part, l'application spécialisée de l'action de négli-

gence dans le terrain des dommages à la personne, ont considérablement enrayé le développement de la responsabilité quasi-délictuelle en matière d'émissions financières. Cependant, les cours de New-York en particulier, en élargissant progressivement le concept de « privity » montrent, à ce point de vue, une évolution intéressante. Elles ont accordé, en effet, une action de négligence à des personnes qui avaient subi un dommage économique à la suite d'un contrat intervenu entre le défendeur et une autre personne. Un peseur public qui, employé par le vendeur, avait négligemment annoncé de faux poids fut rendu responsable vis-à-vis d'un acheteur car, quoiqu'il n'existait pas, à proprement parler, de « privity » entre ledit acheteur et le peseur public, les services rendus par celui-ci étaient principalement destinés aux tiers (1).

De même, une compagnie de chemins de fer, dépositaire de marchandises avait négligemment donné de fausses indications sur la situation de l'entrepôt où se trouvaient celles-ci. Une tierce personne ayant été lésée de ce fait, la dépositaire fut rendue responsable, parce qu'elle était particulièrement bien placée pour savoir le renseignement qu'on lui avait demandé (2).

Cette évolution, qui tendait de plus en plus à

(1) *GLANZER v. Shepard*, 233 N. Y. 236.

(2) *International Products Co. v. Erie R. R. Co.*, 244 N. Y. 331.

élargir la catégorie des relations sources de responsabilités quasi-délictuelles et qui, portée un peu plus loin, aurait finalement permis d'employer l'action de négligence contre les personnes plus ou moins directement chargées des émissions financières, fut malheureusement interrompue (1). Dans un arrêt célèbre (2), une firme d'experts comptables avait négligemment affirmé que le bilan émis par leur cliente exprimait correctement la situation des comptes. La demanderesse ayant subi des pertes sur la foi de ces informations, intenta contre la firme d'experts comptables une double action de négligence et de fraude. Le tribunal, reconnaissant que « l'assaut contre la citadelle de la « privity » avance ces jours-ci à grands pas » et que le devoir de s'abstenir de fraude s'appliquait également à toutes les personnes, répéta avec grande emphase que le devoir de s'abstenir de négligence n'incombait qu'aux seules personnes qui sont liées par une relation spéciale. La firme d'experts comptables avait envers la compagnie, qui l'employait un devoir de s'abstenir de fraude et de négligence, mais elle n'avait envers les autres personnes que le devoir de s'abstenir de fraude, bien qu'elle savait que les dites personnes allaient agir sur la foi de leurs affirmations. En d'autres termes, les comptables

(1) DOYLE v. Chatham & Phenix National Bank, 253 N. Y. 369.

(2) Ultramares Corporation v. Touche, 255 N. Y. 170.

n'avaient pas de « duty » vis-à-vis des tiers demandeurs, parce que la « privity » impliquée dans leur fonction ne s'étendait qu'aux seules personnes, qui avaient eu recours à leurs services.

Il est intéressant de remarquer que, dans cette espèce, une deuxième action, action de fraude, fut reconnue valable pour la raison que les experts comptables avaient prétendu avoir connaissance de la concordance entre le bilan et la situation réelle de la société, alors qu'en fait ils en étaient ignorants. La cour jugea que, si le jury trouvait que ces faits existaient, le demandeur devait obtenir réparation.

Cet arrêt a eu pour effet, dans les Etats comme celui de New York, où l'application de l'action de négligence dans cette matière était la plus désirable, de limiter considérablement son champ d'action. Malgré la grande nécessité de sanctionner la simple négligence dans les émissions de titres, on peut dire qu'il n'existe pas une seule décision où, d'une façon non-équivoque, cette action ait été appliquée dans ce domaine. La raison primordiale est que la majorité des tribunaux est peu inclinée à appliquer l'action de négligence dans les cas d'atteinte à la propriété. La deuxième raison est une hésitation des tribunaux de reconnaître que les directeurs d'une société, de par leur connaissance spéciale, ont un devoir envers les souscripteurs. Cette idée, qui a été mise en valeur

avec beaucoup d'insistance par le Pr. BERLE (1)
n'est pas encore sortie de la doctrine pour passer
à la pratique des tribunaux.

(1) BERLE & MEANS : Private Property and the Modern Corporation.

CHAPITRE III

CARACTÉRISTIQUES NÉCESSAIRES D'UNE LOI MODERNE DE PROTECTION DE L'ÉPARGNE

Les actions de la « Common Law » se sont développées à une période où les émissions financières n'étaient encore que d'importance minime dans la vie économique et sociale. Mais le début du xx^e siècle a vu un développement extrêmement rapide de la fortune mobilière et il s'est créé une situation de fait que les moyens de recours traditionnels sont incapables de couvrir. Il fallait donc que la protection de l'épargne soit entreprise par une loi spéciale. L'étude qui vient d'être faite de la « Common Law » peut servir de base à la détermination de ce que devrait contenir une pareille loi.

Il est élémentaire que la meilleure protection de l'épargne est de nature préventive car mieux vaut empêcher les fraudes et les erreurs d'être commises que de punir leurs auteurs ou d'indemniser les porteurs lésés. Mais l'organisation de moyens préventifs, en pratique, l'élaboration d'un système de

publicité et de contrôle, dépend étroitement de la structure et du mécanisme des émissions financières particuliers à chaque pays. Les moyens préventifs sont intimement liés au domaine de la responsabilité civile, car ils n'ont de force que s'ils sont appuyés de sanctions efficaces. Les voies de recours spéciales, quoiqu'étant de nature compensatoire, participent donc à la fonction préventive des lois de protection.

L'étude de ce que devrait être une pareille loi sera faite du point de vue

- a) de son champ d'application,
- b) de la nature de l'action en responsabilité civile, et
- c) de la simplification de la tâche des porteurs lésés.

Il faut, d'abord, sinon supprimer l'application de la notion de « privity », du moins en élargir le sens, de façon à rendre responsables envers le demandeur toutes les personnes qui ont directement pris part à l'émission des déclarations sur la foi desquelles les titres ont été achetés. Dans la pratique, les émissions sont accompagnées de prospectus et de communications diverses, qui émanent de la société émettrice elle-même et des banquiers émetteurs dans les cas où ceux-ci ont acheté l'émission ferme. Pour ce qui est de la société émettrice, dans les cas où celle-ci est insolvable,

la responsabilité doit s'étendre aux administrateurs qui ont effectivement autorisé les énonciations incriminées, et non pas seulement à ceux, qui les ont signées, en qualité de simples hommes de paille. D'autre part, le demandeur doit pouvoir se retourner contre toutes les personnes qui, en qualité d'experts ou de spécialistes, ont prêté leurs noms et le poids de leurs opinions aux documents publiés au moment de l'émission.

Le principe de la « privity » ne doit pas non plus faire obstacle à ce que des porteurs quelconques puissent se prévaloir des énonciations contenues dans les prospectus d'émission. Ceux-ci, dans la période qui suit immédiatement l'émission, peuvent être tout aussi bien pris en considération quand le titre a déjà passé par plusieurs mains qu'au moment de la souscription originale, car on ne peut pas dire que la valeur du titre soit suffisamment indiquée par sa réputation générale sur le marché.

Pour ce qui est des banquiers émetteurs aussi bien que des banquiers vendeurs, ils ne doivent pas pouvoir échapper à toute responsabilité en alléguant que les énonciations trompeuses émanent non pas d'eux-mêmes mais de la société émettrice. Comme ils interviennent à l'émission à titre principal et non pas seulement à titre de garants ou d'intermédiaires, ils sont aux yeux du public des émetteurs aussi bien que la société émettrice elle-même.

Quant à la nature de l'action en responsabilité civile, elle doit d'abord avoir pour but de réparer la perte éprouvée par le demandeur et elle ne doit pas servir à compenser celui-ci des gains, qu'il avait espéré faire au moment de son achat. En d'autres termes, la réparation doit se borner au *damnum emergens*. Il est essentiel ensuite que l'action soit accordée non seulement en cas de fraude mais aussi en cas de simple négligence. Même dans les cas, en effet, où les allégations du défendeur ont été accompagnées de fraude, la preuve de l'intention frauduleuse, qui nécessite l'examen de l'état d'esprit d'une personne est tellement difficile que, dans la majorité des cas, le demandeur succombe. Il faut également inclure dans les sources de responsabilité les simples omissions aussi bien que les affirmations positives. Les émetteurs frauduleux ou fantaisistes, en effet, se gardent bien d'alléguer des faits dont la véracité est douteuse. Ils sont conseillés généralement par des spécialistes de la dissimulation, qui prennent soin de ne pas mentionner tout ce qui pourrait donner lieu à une action de la part des porteurs lésés. Évidemment, les faits omis doivent être suffisamment importants ou bien d'une telle nature que le reste des allégations donnent une impression trompeuse ou ambiguë.

La preuve que doit apporter le demandeur doit se borner à établir l'existence d'une fausse allé-

gation substantielle ou d'une omission importante dans un prospectus ou une communication quelconque à l'émission desquels le défendeur a pris directement part. Le défendeur doit cependant pouvoir se défendre mais le fardeau de la preuve de son innocence lui incombe. Dans la détermination de sa culpabilité ou de son innocence il faut suivre un critère objectif plutôt qu'un critère subjectif, c'est-à-dire que sa conduite doit être comparée non pas à la conduite qu'il aurait eue dans la gestion de ses propres affaires, mais à celle qui est généralement requise et en usage parmi les gens de sa qualité et de sa profession.

Enfin, l'action en responsabilité doit comporter une procédure rapide et libérale. Il faut limiter au minimum les controverses de fait, car celles-ci, pouvant être communiquées à un jury, impliquent une litigation extrêmement lente. En pratique toutes les discussions de la « Common Law » portant sur des questions de fait, à savoir si les fausses allégations portaient sur un fait ou simplement sur une opinion, si le demandeur avait souscrit son titre sur la foi des énonciations incriminées ou simplement sous l'influence de facteurs économiques généraux, enfin, si la fausseté des allégations incriminées était la cause de la dépréciation des titres, doivent être réunies en une seule controverse, laquelle controverse devrait être soumise aux juges et non pas à un jury.

La loi devrait comporter des règles spéciales en ce qui concerne les assignations d'une part et la compétence *ratione personae* de l'autre. Dans un pays aussi étendu que les États-Unis, les règles habituelles, qui demandent que le défendeur soit assigné en personne, occasionnent souvent des frais importants pour le demandeur. D'autre part, comme les lois sont strictement territoriales, il suffit à un défendeur de traverser une frontière d'État pour se dérober aux poursuites. Il faut, par conséquent, que le demandeur en responsabilité civile dispose de règles spéciales pour qu'il puisse remettre son exploit au domicile du défendeur ou au lieu de ses affaires sans que celui-ci soit physiquement présent.

D'autre part, les règles de compétence ne permettent de s'adresser qu'au tribunal du domicile du défendeur. Un porteur pourra hésiter à intenter une action contre une grande société devant un tribunal du domicile de celle-ci, car il craindra, à tort ou à raison, de ne pas obtenir satisfaction aussi facilement que devant un autre tribunal. Il faut aussi considérer qu'un porteur d'actions ou d'obligations domicilié en Californie devrait, selon la règle habituelle, et dans le cas d'un défendeur domicilié à New-York prendre un avocat dans ce dernier État et encourir des frais considérables.

Enfin, l'action en responsabilité, vu son appli-

cation très étendue, et sa sévérité, devrait être prescrite dans un délai assez court après la découverte des énonciations trompeuses d'une part et, d'autre part, après la souscription ou l'acquisition des titres.

Tels étaient les caractères de la loi dont la nécessité se faisait sentir de plus en plus aux États-Unis vu l'insuffisance des moyens de recours de la « Common Law », et le développement sans cesse grandissant de la fortune mobilière.

CHAPITRE IV

LES « BLUE SKY LAWS »

Il ne faudrait pas croire, qu'avant le Securities Act de 1933, il n'existait, aux États-Unis, aucune législation spéciale concernant le contrôle des émissions financières. Bien au contraire, pratiquement chaque État de l'Union avait sa propre loi, dite « Blue Sky Law ». Ce nom vient d'une phrase célèbre d'un arrêt de la Cour Suprême des États-Unis, où il est fait allusion à « des machinations spéculatives, qui n'ont pas plus de base qu'autant de pieds de ciel bleu » (1).

L'État de Kansas fut le premier à adopter une « Blue Sky Law » en 1911 ; en 1931, tous les États, sauf le Nevada, le District de Columbia et les Territoires avaient la leur. Les « Blue Sky Laws » furent d'abord déclarées inconstitutionnelles comme ayant pour effet de limiter la liberté des contrats et de confisquer la propriété privée sans justification légale. Mais, dans une série d'arrêts du 22 janvier

(1) HALL v. Geiger-Jones, 242 U. S. 539.

1917, la Cour Suprême reconnut leur constitutionnalité (1).

Il s'impose de donner de ces lois une description sommaire, non seulement à cause de leur intérêt historique, mais aussi parce qu'elles continuent à s'appliquer, dans la limite de leurs territoires respectifs, de concert avec la nouvelle législation fédérale.

On peut les diviser en deux catégories : les lois à caractère pénal et les lois simplement régulatrices.

1^o Lois pénales (2). Elles stipulent que l'Avocat Général peut procéder à des investigations chaque fois qu'il lui semble que des fraudes ont été commises ou sont en voie d'être commises, dans la vente des titres. Elles prévoient des ordres de suspension temporaire de l'émission entachée de fraude et, d'autre part des peines d'amende et de prison.

2^o Lois régulatrices. Elles sont la grande majorité (3). Elles prévoient, en général, qu'il n'est pas permis de procéder à une émission publique sans permission préalable de l'État. Elles comportent une classification des titres, dont un grand nombre est exempt et une énumération de renseignements qu'il est nécessaire de communiquer ou de publier préalablement à la vente.

(1) HALL v. Geiger-Jones, (précité) ; CALDWELL v. Sioux Falls Stock Yard Co., 242 U. S. 559 ; MERRICK v. Halsey, 242 U. S. 568.

(2) New York, New Jersey, Maryland, Delaware.

(3) Il y en a 42.

Les lois régulatrices sont de deux sortes. Les unes contrôlent les vendeurs de titres. Ces derniers doivent obtenir une permission spéciale et sont soumis à un contrôle périodique. Les autres contrôlent plus particulièrement les titres émis ou vendus. Elles exigent leur inscription préalable et leur approbation par une commission ou par un fonctionnaire de l'État.

Mais le champ d'application des « Blue Sky Laws » est considérablement restreint par un grand nombre d'exceptions. Celles-ci portent, d'abord, sur certains titres parmi lesquels il faut signaler :

Les titres émis ou garantis par le Gouvernement des États-Unis ou par des gouvernements étrangers amis ;

Les titres des sociétés de services publics (Public Utilities) ;

Les titres à court terme négociables ;

Les titres cotés sur une bourse de valeurs reconnue, etc... ;

D'autres exceptions concernent des opérations spéciales, par exemple :

Les ventes isolées faites entre particuliers ;

La distribution gratuite de titres comme dividendes ;

Les achats de titres par les banques, les sociétés de placement, les sociétés d'assurance, etc..., à titre de placement et sans intention de les revendre au public ;

Les souscriptions faites par les fondateurs et nécessaires pour la formation de la société ; etc...

Même sans tenir compte de ces nombreuses exceptions, on peut dire que les « Blue Sky Laws » se sont montrées très insuffisantes. Leur application dépend, évidemment, de la plus ou moins grande sévérité des organes administratifs compétents. Elles ont été appliquées avec beaucoup d'efficacité dans les premières années de leur apparition et il est certain qu'elles ont empêché de nombreuses émissions frauduleuses ou fantaisistes (1). Mais, quand on considère l'énorme quantité de titres sans valeur qui ont été émis et qui circulent malgré l'existence des « Blue Sky Laws », on peut dire que, tant au point de vue législatif, qu'au point de vue économique, elles sont un échec.

Cet échec provient de quatre causes principales :

a) Tout d'abord les titres et les opérations exemptes couvrent un champ considérable dans lequel les souscripteurs et les acheteurs de titres n'ont d'autre protection que celles du droit commun.

b) Pendant les années d'extrême prospérité dont les États-Unis furent témoins, dans la période de l'après-guerre, le trafic des émissions frauduleuses était tellement rémunérateur que les émetteurs

(1) F. B. ASHBY, *Economic Effects of Blue Sky Laws*.

trouvaient qu'il était plus avantageux de violer les dispositions de la loi que de s'en tenir aux émissions saines et de bonne qualité. Le nombre des porteurs ou des souscripteurs trompés qui, contrairement à l'inertie habituelle, menaçaient d'intenter des poursuites, soit civiles, soit pénales, était extrêmement limité. Les émetteurs pouvaient donc facilement les rembourser de leurs pertes pour acheter leur silence au moment du procès. Comme les porteurs étaient les témoins essentiels, les poursuites devaient être interrompues faute de preuve. Ce procédé, appelé « *Compounding* » était très courant. Il est rapporté que certaines maisons d'émission mettaient en réserve un tiers de leurs fonds pour cet usage. Dans le courant de l'année 1930 et dans le seul district financier de Chicago 3.626.990 dollars ont été ainsi remboursés aux porteurs fraudés (1).

c) Les « *Blue Sky Laws* » manquaient complètement d'uniformité. Comme les émissions financières étaient, pour les États, une source de profits, sous la forme de certaines taxes, certains d'entre eux se sont faits fort d'avoir une « *Blue Sky Law* » particulièrement peu sévère, pour attirer les émetteurs dans leur territoire. Il faut ajouter que ce manque d'uniformité rendait la tâche des émetteurs importants particulièrement difficile, vu que, pour pro-

(1) Mitchell Dawson, *American Mercury*, March 1932, page 354.

céder à l'émission de leurs titres, il leur était nécessaire de se mettre en règle avec plus de quarante lois différentes. Un essai de loi uniforme pour tous les États ne dépassa pas le stade des discussions préliminaires (1).

d) Mais la plus grande lacune des « Blue Sky Laws » provenait de ce que la compétence législative des États se bornait aux ventes et aux émissions de titres, qui avaient lieu entièrement dans les limites de leurs territoires respectifs. Au moment où les « Blue Sky Laws » furent reconnues constitutionnelles par la Cour Suprême (2), les juges avaient insisté sur le fait que ces lois ne devaient pas s'appliquer aux opérations qui impliquaient, d'une façon ou d'une autre, la traversée d'une frontière d'État. De telles opérations, en effet, sont de la compétence exclusive du gouvernement fédéral. Toutes les fois, par conséquent, qu'un titre était offert, vendu, ou envoyé à une personne résidant dans un autre État de l'Union les « Blue Sky Laws » cessaient d'être applicables.

Chaque fois que les États ont essayé de remédier à cette lacune en insérant dans leurs lois une disposition tendant à punir les émetteurs, qui se servaient de la traversée d'une frontière dans le but

(1) Uniform Sales of Securities Act. National Conference of Commissioners on Uniform State Laws.

(2) HALL v. Geiger-Jones, précité.

d'échapper à leur contrôle, ils se sont heurtés à une décision contraire de la Cour Suprême. Il était donc facile pour les émetteurs frauduleux, soit d'échapper au contrôle administratif des États, soit de se dérober aux poursuites pénales.

A ces quatre raisons de l'échec partiel des Blue Sky Laws il faut encore ajouter le fait que celles-ci ne comportaient pas de sanctions civiles spéciales. Leur rôle était principalement préventif et quand les souscripteurs avaient été trompés ils ne disposaient, outre les sanctions pénales, que des voies de recours du droit commun.

CHAPITRE V

L'INTERSTATE COMMERCE

Devant l'échec des « Blue Sky Laws », la nécessité d'une loi fédérale s'imposait. Seule une pareille loi pouvait, en effet, opérer le contrôle uniforme et général des émissions financières. Mais il s'élevait immédiatement une forte objection d'ordre constitutionnel. Le pouvoir législatif du Gouvernement Fédéral est, en effet, limitativement déterminé dans la Constitution et ne comprend pas la matière des sociétés commerciales. Le droit américain des sociétés, contrairement à la plupart des Etats fédéraux, est couvert par les lois des différents Etats de l'Union. Le Congrès n'a donc pas compétence pour contrôler directement les émissions financières pas plus que pour légiférer sur la constitution des sociétés. Mais il peut les atteindre indirectement, par l'intermédiaire de deux pouvoirs, qui lui appartiennent exclusivement de par la constitution, à savoir, le contrôle de l' « Interstate Commerce » (1)

(1) Art. 1, section 8.

et du « Foreign Commerce » et le contrôle de la Poste (1).

(a) L'expression « Interstate Commerce » désigne toutes les opérations commerciales entre des personnes se trouvant dans des Etats différents de l'Union, tandis que l'expression « Foreign Commerce » désigne les opérations commerciales entre une personne se trouvant aux Etats-Unis et une personne, qui se trouve dans un pays étranger.

La Cour Suprême des Etats-Unis a progressivement élargi le nombre des objets et des opérations qui entrent dans la conception d'« Interstate Commerce » et qui, par conséquent, sont soumis au contrôle exclusif du Congrès.

Tout d'abord, l'« Interstate Commerce », ne comprend pas seulement la vente ou le transport de marchandises mais encore, par exemple, l'envoi de messages télégraphiques (2), l'envoi de cours par correspondance (3), la vente ou le transport de billets de loterie (4), etc. à condition, toutefois, qu'une frontière d'Etat soit traversée. Il est vrai que cette extension n'a jamais été faite expressément pour les titres, mais l'attitude libérale de la Cour Suprême donne à croire qu'elle ne rencontre-

(1) Id.

(2) *Telegraph Co. v. Pendleton*, 122 U. S., 347.

(3) *Book Co. v. Pigg*, 217 U. S., 91.

(4) *Lottery Cases*, 188 U. S., 324.

rait aucun obstacle sérieux. D'ailleurs, quand la Cour avait jugé que les « Blue Sky Laws » ne pourraient en aucune façon s'appliquer aux titres émis dans un autre Etat, elle avait implicitement admis que la vente et le transport de ces titres au delà des frontières de leur Etat originaire étaient de la compétence exclusive du Congrès de par son pouvoir sur l' « Interstate Commerce ».

D'autre part, l' « Interstate Commerce » ne comprend pas seulement la vente pure et simple d'un objet d'un Etat A dans un état B. Ce sont aussi celles par lesquelles une personne située en A envoie un mandataire en B pour y conclure la vente ou l'achat d'un objet, qui sera ensuite livré d'un Etat à l'autre¹ (1). Par contre, n'est pas comprise, la vente au détail d'objets qui ont été envoyés en bloc d'un Etat dans un autre et qui n'étaient pas encore vendus au moment de cet envoi. L'opération purement « Interstate » cesse au moment où les objets sont arrivés à destination (2).

Le contrôle du Congrès sur la Poste est plus large encore. Il a le pouvoir, en effet, de réglementer entièrement le système des Postes et, en particulier, de contrôler les objets transportés et de punir

(1) WEEKS v. U. S., 245 U. S. 618 ; SHAFER v. Farmers' Grain Co., 268 U. S., 325.

(2) American Steel et Wire Co. v. Speedy, 192 U. S. 500.

l'usage de la Poste pour commettre des actes illégaux ou frauduleux. Il faut bien remarquer que la compétence du Congrès est indépendante de toute traversée d'une frontière d'Etat ; elle s'étend, par conséquent, à l'envoi de lettres d'un point à un autre d'un même Etat aussi bien que d'un Etat à l'autre (1).

Malgré son impuissance à atteindre directement les émissions financières, le Congrès peut donc les contrôler très efficacement. En pratique, toutes les émissions de titres impliquent, soit l'emploi de l'« Interstate Commerce », soit l'usage de la Poste. Il est rare, en effet, qu'une émission se confine dans les limites d'un seul Etat si elle présente quelque importance, et même dans ces cas exceptionnels il est pratiquement impossible de se passer de l'usage de la Poste. De sorte qu'on peut dire que, par le détour de ses pouvoirs sur l'« Interstate Commerce » et la Poste, le Congrès peut exercer un contrôle presque absolu sur les émissions financières.

Dès la fin de la grande guerre, diverses tentatives de législation fédérale en matière d'émissions financières furent faites. Un projet prévoyait la punition de l'usage de l'« Interstate Commerce » ou de la Poste dans le seul but de contourner les « Blue Sky Laws ». Deux autres projets reproduisaient, en quelque sorte, sur le plan fédéral les deux caté-

(1) Ex parte JACKSON, 96 U. S. 727.

gories de « Blue Sky Laws », qui ont été rencontrées plus haut.

Ces projets n'attirèrent pas suffisamment l'attention des législateurs et ils ne dépassèrent pas les commissions parlementaires, sans doute parce qu'ils étaient nés dans une période de grande inflation de crédit et de prospérité facile. Les lois de sociétés et particulièrement celles, qui ont pour but de réglementer les émissions financières sont des lois de crise, qui sont hâtivement votées pour satisfaire un mouvement émotionnel et populaire. C'est pendant une crise économique, également, la plus aiguë que les Etats-Unis aient vécue, que le « Federal Securities Act » de 1933 est né.

DEUXIÈME PARTIE

LE FEDERAL SECURITIES ACT DE 1933

HISTORIQUE

Dans un message au Congrès du 29 mars 1933, le Président Roosevelt, soulignant les pertes considérables éprouvées par le public malgré l'existence des « Blue Sky Laws », demanda la réduction et le vote d'une loi fédérale et en indiqua le but et le caractère. « Il y a », dit-il, « une obligation pour nous d'insister que chaque nouvelle émission de titres destinés à l'« Interstate Commerce » soit accompagnée d'informations et de publicité complètes et qu'aucun fait important concernant l'émission ne soit caché au public acheteur. »

« Cette proposition superpose à l'ancienne règle de *caveat emptor* la doctrine complémentaire :

« que le vendeur aussi soit sur ses gardes ». Elle met sur le vendeur le fardeau de dire toute la vérité. Elle devrait donner une impulsion nouvelle aux opérations financières honnêtes et faire revenir la confiance ».

« Le but de la législation, que je propose, est de protéger le public avec le moins d'entraves possibles à la liberté du commerce honnête (1) ».

La préparation, la discussion et le vote de l'Act furent extrêmement hâtives. Des projets furent élaborés par les commissions compétentes des deux chambres du Congrès (2) et furent l'objet de discussions, qui, selon la coutume américaine furent ouvertes à des personnes du dehors particulièrement qualifiées pour aider les commissions de leurs avis et de leur critiques. Le projet définitif fut voté le 27 mai 1933, et intitulé : « Un acte ayant pour but de divulguer complètement et sincèrement le caractère des titres vendus dans l' « Interstate Commerce », dans le commerce extérieur et la Poste, de prévenir les fraudes dans leur vente et d'autres buts divers ».

Dès son apparition, le « Securities Act » fut l'objet des controverses les plus acharnées soit parmi les

(1) Prentice-Hall Securities Regul. Service F 3502 .

(2) Pour le Sénat : Committee on Banking and Currency. Pour la Chambre des Représentants : Committee on Interstate and Foreign Commerce.

juristes, soit dans les milieux financiers, soit dans le grand public. La majorité des commentaires était pleine de critiques. On reprochait à l'Act de bouleverser entièrement la structure et mécanisme des émissions financières et, même, de les étouffer sous une réglementation si étroite et des sanctions si sévères que toute émission future apparaissait impossible. Une minorité de voix, au contraire, se réjouissait de la protection de l'épargne et soutenait que l'Act n'avait rien de révolutionnaire. Mais les critiques eurent un résultat et certaines modifications furent faites, qui furent insérées dans le « Securities Exchange Act » du 8 juin 1934. Des modifications, qui avaient surtout pour objet d'éclaircir le champ d'application de l'Act et de réduire la rigueur des dispositions relatives à la responsabilité civile, eurent pour effet d'apaiser les critiques.

Le « Securities Act » de 1933, ainsi modifié, prenait une place définitive et essentielle dans la vie financière des Etats-Unis. Il n'est lui-même qu'un échelon de la réforme complète de la législation financière des Etats-Unis que les législateurs du « New Deal » ont à leur programme. Il fut suivi, en effet, par le « Glass-Steagall Banking Act » (1), qui fait la séparation des banques de dépôt et des banques d'affaires, le « Securities Exchange Act » (2),

(1) 16 juin 1933, c. 89, 48 Stat. 162.

(2) 6 juin 1934, c. 404, 48 Stat. 881.

qui réglemente les opérations de bourse, et le « Johnson Act » (1), qui prohibe les émissions des pays étrangers, qui ont fait défaut dans l'exécution de leurs obligations envers les Etats-Unis.

Il est utile avant d'aborder l'étude détaillée de la loi, d'en faire une analyse sommaire :

Toute émission financière nouvelle, sauf celles qui sont expressément exemptes, doit être préalablement inscrite auprès d'une commission administrative dite « Securities Exchange Commission ».

Cette inscription se fait au moyen de la remise d'un document spécial dit « Registration Statement » (Déclaration d'Inscription), qui est signé par toutes les personnes directement chargées de l'émission. Cette déclaration contient une description détaillée de l'émetteur d'une part, et de l'émission proposée, de l'autre. L'émetteur doit en suite rédiger un prospectus, qui ressemble sensiblement au « Registration Statement » et qui doit être obligatoirement envoyé à toute personne à laquelle un titre est offert en vente.

Ces obligations sont sanctionnées préventivement par le pouvoir de la Commission de refuser la permission de procéder à l'émission des titres, si elle juge que les documents produits sont insuffisants, irréguliers ou trompeurs. Il y a, d'autre part, des

(1) 13 avril 1934, c. 112, 48 Stat. 805.

sanctions compensatoires, sous la forme de dispositions spéciales de responsabilité civile en cas d'inobservation de l'Act ou de fausses allégations de la part des émetteurs, lesquelles dispositions se départissent radicalement du droit commun. Enfin, des sanctions pénales s'appliquent à toutes les manœuvres frauduleuses relatives aux opérations financières.

Les dispositions de l'Act peuvent logiquement être classées en trois groupes : d'abord, celles qui ont trait à l'inscription et à la publicité des émissions financières ; ensuite, celles qui concernent la Commission et, enfin, celles qui portent sur la responsabilité des émetteurs.

Ces trois groupes feront chacun l'objet d'un chapitre. Nous présenterons ensuite, une étude spéciale des émissions des gouvernements étrangers et de leurs subdivisions politiques, et une comparaison avec le « Companies Act » anglais de 1929. Enfin nous tenterons de formuler une appréciation critique de l'Act.

CHAPITRE PREMIER

INSCRIPTION ET PUBLICITÉ DES ÉMISSIONS FINANCIÈRES

L'objet principal de l'Act est de réaliser la protection de l'épargne en obligeant les émetteurs de titres à tout révéler de ce qui est de nature à influencer la volonté des souscripteurs. Dans ce but, il impose aux émetteurs l'obligation d'inscrire les nouvelles émissions à Washington, auprès de la « Securities Exchange Commission », et, d'autre part, d'en faire une publicité sincère et complète. L'inscription des titres n'est elle-même qu'une composante de la fonction de publicité, car elle sert à donner à cette dernière un caractère officiel et elle permet à la Commission d'exercer son contrôle.

En pratique, cette inscription est réalisée par la remise à la Commission d'un document spécial dit « Registration Statement » (Déclaration d'Inscription), lequel document est mis à la disposition du public.

On se souvient qu'une des principales faiblesses des « Blue Sky Laws » provenait de la grande va-

riété des titres et des opérations exemptes. Dans le « Securities Act », les exemptions sont considérablement réduites.

Certains titres sont dispensés d'inscription et de publicité : Ce sont les titres émis par le Gouvernement Fédéral, les États, les Banques Nationales, les banques contrôlées par les États et la Banque Fédérale de Réserve (1).

D'autres titres sont seulement exempts d'inscription : Ce sont, entre autres les effets de commerce à moins de 90 jours, les titres des compagnies de chemins de fer, qui sont soumis à un contrôle spécial, les polices d'assurance, les titres échangés contre d'autres titres d'une même société sans qu'une commission soit prélevée (2) et, surtout, les titres vendus 60 jours au plus après le passage de l'Act (3).

Sont dispensées d'inscription et de publicité, certaines opérations, dont les ventes faites par une autre personne que les émetteurs, les « underwriters » ou les « dealers » et les ventes faites par les intermédiaires, quand ceux-ci ne sollicitent pas les offres eux-mêmes (4).

Ces exceptions étant mises à part, l'article 5 stipule qu'il est illégal, dans l'« Interstate Commerce » ou, par l'intermédiaire de la Poste :

(1) Art. 3 (2).

(2) Art. 3, subdivisions 3 et suivantes.

(3) Art. 3 (1).

(4) Art. 4 (1, 2).

a) d'offrir, de vendre ou de transporter des titres sans qu'un « Registration Statement » ait été préalablement inscrit et mis en vigueur ;

b) de transporter en vue de la vente ou de livrer, après vente des titres sans qu'ils soient accompagnés ou précédés d'un prospectus conforme aux directives de l'Act ;

c) enfin, de transporter, ou de faire circuler un prospectus ou une communication quelconque aux titres dont l'inscription est requise, si elles ne sont pas conformes aux prescriptions de l'Act.

Les obligations des émetteurs peuvent être étudiées pratiquement en considérant successivement le « Registration Statement », le Prospectus, et les autres moyens de publicité.

I. LE « REGISTRATION STATEMENT »

Le « Registration Statement » est une sorte de prospectus officiel qui n'est pas, à proprement parler, destiné au public, mais qui est remis à la « Securities Exchange Commission », qui en délivre des copies photographiques sur demande. En pratique, cette déclaration se présente sous la forme d'un formulaire accompagné d'annexes. Son contenu est déterminé par les annexes A et B de l'Act. L'annexe A concerne toutes les émissions sauf celles des gouvernements étrangers et leurs subdivisions politiques,

lesquelles font l'objet de l'annexe B. Ces annexes contiennent un nombre considérable d'informations, de renseignements, de rapports, d'expertises, etc., qui sont jugés nécessaires pour que les souscripteurs puissent se faire une idée du caractère et de la qualité des titres émis. Pour les émissions ordinaires, les mentions requises sont au nombre de trente-deux, plus un nombre considérable d'annexes et de pièces jointes. Il serait inutile et fastidieux d'en donner une liste complète aussi ne sera-t-il tenté ici que de les grouper d'une manière logique et de faire ressortir celles qui font l'originalité et la hardiesse du « Securities Act ».

1. — Un premier groupe contient les renseignements sur la société émettrice, son objet, ses administrateurs, ses principaux agents, et sa situation comptable. Il faut mentionner, à cet égard, les salaires de tous les administrateurs et ceux des directeurs, qui reçoivent plus de 25.000 dollars par an ; le nom des actionnaires, qui possèdent plus de 10 % des actions, ou s'il n'y en a pas, le nom des dix plus grands actionnaires ; le nombre d'actions possédées par les administrateurs et les directeurs vingt jours avant la date de la mise en vigueur du « Registration Statement ».

Ces exigences dérivent du souci des législateurs américains de pénétrer le secret des sociétés et de connaître les personnes qui exercent le véritable

contrôle et qui sont souvent remplacées en façade par des hommes de paille. Il faut préciser, à cet égard, que les actions au porteur sont pratiquement inconnues aux États-Unis et que les noms des actionnaires peuvent être trouvés sur les registres de la société. Cette exigence a rencontré énormément d'opposition, car elle tend à rendre publique des choses qu'il est souvent nécessaire de tenir secrètes dans l'intérêt même des entreprises.

Il est requis de déclarer tous les contrats importants sortant de la routine habituelle de la société et exécutés deux ans avant la date de l'inscription ou qui sont à exécuter dans l'avenir, en spécifiant les intérêts privés que les administrateurs peuvent y avoir. Vient ensuite une analyse minutieuse de toutes les émissions antérieures de la société avec indication des dividendes payés pendant les trois années précédentes, et, pour ce qui est des obligations, description des modalités de l'amortissement, du gage et des hypothèques.

2. — Un deuxième concerne l'émission proposée. Il faut mentionner en détail les usages auxquels sont destinés les fonds levés. Si le but de l'émission est de faire l'acquisition d'immeubles ou autres biens, il faut les décrire en détail et fournir des expertises. Dans le cas d'acquisition d'une autre entreprise, il faut fournir un bilan et un compte de profits et pertes pour les trois dernières années. Il faut in-

diquer les noms et la capacité des experts et des techniciens qui sont intervenus à l'opération.

3. — Un troisième groupe concerne tout particulièrement les banquiers émetteurs et les autres banquiers ou agents de l'émission. Ce groupe comprend le nom des banquiers, « underwriters », « dealers », en mentionnant ceux qui contrôlent ou qui sont contrôlés par la société émettrice ; le prix de souscription des titres ; le prix auquel ils sont vendus aux « underwriters » ou, si celui-ci n'est pas fixe, son mode de computation ; la liste des personnes autres que les « underwriters » qui paieront moins que le public ; les commissions ou les primes des banquiers vendeurs ; toutes les autres dépenses relatives à l'émission, telles que les frais d'inscription, les honoraires des experts, etc.

4. — Un quatrième groupe, enfin, est composé de pièces de comptabilité et d'annexes. Il comprend, entre autres, un bilan datant de moins de quatre-vingt-dix jours et un compte de profits et pertes couvrant la dernière année comptable, et les deux années précédentes ; une copie des statuts ; une copie de tous les contrats importants mentionnés plus haut, le « Banker's Commitment » ; une consultation par un avocat sur la légalité de l'émission ; etc.

Dans la pratique, les émetteurs ont à leur disposition des formes détaillées, qui sont fournies par la

Commission. Ces formes ont pour but d'éclaircir et de faciliter leur tâche. La Commission a également fourni des modèles de pièces de comptabilité, pour réaliser une comptabilité uniforme et claire dans l'intérêt du public. Elle a particulièrement tenu à éclairer les souscripteurs sur la politique de la société émettrice pendant les trois dernières années en ce qui concerne la répartition des bénéfices, l'amortissement, les réserves, etc. Il faut reconnaître que, dans la période qui a suivi le vote de l'acte, la Commission a fait tous les efforts pour faciliter l'application des dispositions concernant l'inscription des titres. Une première série de formes a paru en 1933 pour les différentes sortes de sociétés, dont la plus importante était la forme A-1 qui s'appliquait à toutes les sociétés ordinaires. En janvier 1935 celle-ci fut remplacée par une forme A-2 qui réalise, en comparaison de la précédente, de très grands progrès de clarté et de précision.

Le « Registration Statement » ainsi rédigé doit être signé par la société émettrice, par ses principaux directeurs, par son chef comptable, par la majorité des membres du conseil d'administration ou par toutes les personnes occupant des positions similaires.

Si l'émettrice est une société étrangère, la Déclaration doit être signée en outre par son représentant légal aux États-Unis, mais dans les émissions des

gouvernements étrangers ou de leurs subdivisions politiques, elle ne doit être signée que par les « underwriters » (1).

La Déclaration ainsi rédigée est envoyée à Washington à la « Securities Exchange Commission », mais elle ne prend effet que vingt jours plus tard. Lorsqu'il s'agit de titres, comme certaines obligations, dont le marché est très sensible, les émetteurs ont intérêt à décider le prix de l'émission et les commissions des banquiers au tout dernier moment. Il est permis, à cet effet, de rédiger un amendement dans lequel ces dernières mentions sont ajoutées ou modifiées, mais comme cet amendement entraîne lui-même un nouveau délai de vingt jours, les émetteurs doivent demander à la Commission de supprimer ce délai supplémentaire, car une fois que le prix d'émission est fixé il est essentiel que l'émission se fasse immédiatement, tout délai pouvant compromettre considérablement le succès de celle-ci (2).

Ce délai de vingt jours a pour but de supprimer un procédé favori des fraudeurs, à savoir les « high pressure sales », c'est-à-dire les ventes précipitées où le public attiré par une publicité prometteuse est appelé à souscrire dans une période extrêmement courte, où il lui est matériellement impossible de vérifier quoi que ce soit. Le délai est fait également

(1) Article 6.

(2) Article 8 a.

pour permettre à la Commission d'exercer un premier contrôle préventif. Si elle trouve que la Déclaration est incomplète ou encore si elle y découvre, soit une fausse allégation, soit une omission rendant le reste du document trompeur, elle en donne avis à l'émetteur qui dispose d'un certain délai pendant lequel il a le privilège de se faire entendre en audience spéciale, et au bout duquel la Commission émet un ordre de suspension (« stop order ») qui a pour effet d'empêcher la Déclaration de devenir effective avant d'avoir été dûment complétée ou corrigée (1).

Toute personne qui se croit lésée par un ordre de la Commission peut faire une pétition dans les 60 jours pour le faire examiner et réviser par le tribunal fédéral de son domicile. Mais le tribunal est lié par les décisions de la Commission quant aux faits et son examen ne peut porter que sur l'application du droit (2).

A partir du moment où la Déclaration est en vigueur, l'émetteur est libre de procéder à l'émission publique, c'est-à-dire qu'il peut offrir les titres, les vendre, et les transporter par les voies de l'Interstate Commerce et de la Poste.

Mais il ne faut pas croire que toutes les opérations de l'émission, qui sont préliminaires à l'offre des

(1) Article 8 (b), (c), (d), (e).

(2) Article 9.

titres aux souscripteurs soient dispensées de l'application de l'Act. On a vu, dans la première partie, que les émetteurs avant d'entreprendre l'émission proprement dite sont obligés de consulter des banquiers en vue de former un syndicat d'émission disposé à prendre ferme l'émission projetée. L'Act exclut expressément ces consultations préliminaires de son application. Mais le stade suivant, c'est-à-dire celui où les « underwriters » se mettent en rapport avec des banquiers en vue de la formation d'un syndicat de vente est expressément compris dans les opérations visées par l'Act, ou autrement dit, dans les offres de vente. Comme il est pratiquement impossible que ces pourparlers soient faits après que tous les détails de l'émission aient été fixés et que le « Registration Statement » ait été inscrit, la pratique bancaire a eu recours à l'expédient suivant, c'est-à-dire que, dans toutes les lettres et circulaires préliminaires envoyés aux divers banquiers, il est fait mention expresse qu'elles ne sont pas, et ne doivent pas être interprétées comme étant des offres de vente. Pratiquement il suffit d'imprimer une clause à l'encre rouge au travers de toutes les pages.

Mais, à partir du moment où le « Registration Statement » est effectif, les lettres et communications sont de véritables offres de vente et elles doivent se conformer aux exigences de l'Act.

Jugé au point de vue de la publicité, le « Registration

Statement » ne répond qu'imparfaitement aux desiderata du public. Toute personne peut, il est vrai, s'en procurer une photographie auprès de la Commission, mais, comme le prix de la page est environ trois francs, et que le « Registration Statement » couvre en moyenne de 30 à 150 pages (1), il est naturel que les souscripteurs petits et moyens ne pourront pas se prévaloir de ce privilège (2). D'ailleurs, il est douteux que les souscripteurs puissent tirer de ce document une impression générale et des renseignements utiles, car il est extrêmement difficile à lire même pour des spécialistes. Un profane se perdrait dans la multitude de données, de chiffres et d'annexes, qui y sont contenus.

II. LE PROSPECTUS ET LES AUTRES COMMUNICATIONS

C'est le Prospectus qui est le plus particulièrement destiné à l'usage du public. L'article 5 exige l'envoi préalable d'un prospectus chaque fois qu'un titre est offert, vendu ou envoyé en vue de la vente et il stipule, en outre, que tous les prospectus qui circulent dans « l'Interstate Commerce » ou par l'intermédiaire de la Poste doivent être conformes aux dispositions de l'Act.

Le terme « Prospectus » est défini comme s'appli-

(1) Sans compter les annexes et les pièces jointes.

(2) F. T. C. Release 6 juin 1933, article 9.

quant à « tous les prospectus, avis, circulaires, réclames, lettres, communications écrites ou par la télégraphie sans fils, par l'intermédiaire desquels un titre est offert en vente (1).

Malheureusement, le Prospectus n'est pas un résumé du « Registration Statement », comme il serait souhaitable dans l'intérêt du public, mais il en est une sorte de copie incomplète. En principe, il doit contenir toutes les mentions de celui-ci sauf les pièces de comptabilité et les autres annexes (2).

La Commission a cependant le pouvoir de diminuer ou d'augmenter le contenu du Prospectus ; mais celui-ci est beaucoup trop long et trop difficile à lire pour les profanes.

Le Prospectus est envoyé à la Commission en même temps que le « Registration Statement » et celle-ci vérifie si les deux documents concordent.

En dehors des deux documents qui sont obligatoirement requis pour toutes les émissions inscrites, toutes les autres communications, comme les réclames et des annonces sont strictement limitées et réglementées par l'Act. En principe, toute annonce doit adopter l'une des deux formes suivantes :

(a) ou bien elle doit contenir toutes les énonciations du Prospectus, ce qui a pour effet de les rendre extrêmement coûteuses ;

(1) Article 2 (10).

(2) Article 10.

(b) ou bien elle doit contenir que le nom et le prix de l'émission, le nom du vendeur et de la personne chez qui on peut se procurer un Prospectus (1).

L'Act interdit également les « tipster sheets », lesquels sont des articles de journaux payés par les émetteurs et qui, sans avoir l'apparence d'une annonce, font une description élogieuse de l'émission projetée ou en cours. Ces articles sont autorisés, par contre, lorsqu'ils contiennent la mention des personnes qui les payent et du prix payé (2).

(1) Article 2 (10).

(2) Article 17 b.

CHAPITRE II

LA SECURITIES EXCHANGE COMMISSION ET SON CONTROLE

La fonction de veiller à l'interprétation, l'application et l'exécution de l'Act avait été attribuée, dans le texte de 1933, à la « Federal Trade Commission ». Par une disposition spéciale du « Securities Exchange Act » de 1934, elle fut transférée à une commission spéciale, la « Securities Exchange Commission (1) ».

Ces Commissions sont des organes administratifs, qui partagent la fonction législative du gouvernement et, en particulier, procèdent à l'interprétation et à l'application des lois. La « Federal Trade Commission » avait été créée, en 1912, pour empêcher l'usage de toutes méthodes de concurrence déloyale (2). Cette délégation de pouvoirs fut jugée constitutionnelle (3). Mais il est essentiel de remarquer que ces Commissions n'ont aucune part

(1) Article 201.

(2) Federal Trade Commission Act, Article 5 (38 Stat. 717 C 311).

(3) F. T. C. v. Eastman Kodack Co. 274 U. S. 619.

au pouvoir judiciaire et que leurs décisions sont soumises au contrôle exclusif des tribunaux.

Cependant, malgré la résistance des tribunaux, les décisions de la « Federal Trade Commission » ont progressivement été reconnues comme étant des sources de droit, dans la mesure, du moins, où elles ne sont pas contraires à la loi. Il est bien établi, aujourd'hui, que les décisions des commissions administratives quant au fait sont concluantes et que les tribunaux sont liés par elles.

La « Securities Exchange Commission » est composée de cinq membres nommés par le Président avec le consentement du Sénat. Ses membres sont des fonctionnaires, qui ne peuvent pas assumer d'autres fonctions ; ils ont toute discrétion pour organiser leurs services. Pour contribuer aux frais de la commission il est perçu un droit d'inscription de un centième de un pour cent du montant nominal de l'émission inscrite.

Les fonctions de la « Securities Exchange Commission » relativement au « Securities Act » sont :

- a) d'émettre des règlements et des directives concernant l'interprétation et l'application de l'Act ;
- b) d'exempter certaines émissions particulières de certaines dispositions de l'Act, et, particulièrement, d'augmenter ou de diminuer le nombre des mentions, qui sont requises dans les différents documents.

c) de s'opposer à la mise en vigueur d'un « Registration Statement » si elle juge que celui-ci est incomplet ou qu'il renferme des inexactitudes trompeuses.

d) d'émettre des ordres (« stop orders ») qui ont pour but de suspendre les Déclarations déjà mises en vigueur.

e) de s'adresser aux tribunaux pour que ceux-ci, après procédure sommaire, émettant des ordres tendant soit à arrêter la commission de certaines violations de l'Act (« injunctions »), soit à ordonner à certaines personnes de se mettre en règle avec les dispositions légales (« mandamus »).

Tous ces pouvoirs tendent à réaliser le contrôle préventif des émissions financières. Une remarque essentielle s'impose, à savoir que le fait qu'un « Registration Statement » a été inscrit et mis en vigueur ne doit pas être interprété comme une garantie de la part de la Commission que ce « Registration Statement » est régulier et exact et, d'autre part, que l'émission en question est de bonne qualité (1). Cependant, on ne peut pas s'empêcher de croire que, dans le public, une telle croyance s'est insensiblement établie. Dans les premiers mois, qui ont suivi le passage de l'Act, les émissions financières étaient fort peu nombreuses et quand une émission

(1) Article 23.

d'une certaine importance avait été inscrite après un examen assez sérieux, il était naturel que l'approbation de la Commission dût provoquer, dans le public, une présomption plus ou moins forte que l'émission en question était sérieuse et sincère. En fait, la mise en vigueur d'un « Registration Statement » ne peut donner lieu qu'à des conclusions partielles, à savoir que celui-ci ne contient pas d'erreurs grossières et que toutes les mentions importantes y ont été insérées.

La deuxième phase du contrôle préventif exercé par la Commission a été très critiquée. Elle consiste dans le pouvoir d'émettre des « stop orders » qui ont pour effet de suspendre temporairement la validité des émissions inscrites. Il est vrai que les émetteurs ont le privilège de corriger le défaut du « Registration Statement » ou des autres documents et que la Commission peut redonner à l'émission sa pleine validité. Mais, dans le cas de titres qui dépendent intimement de la situation du marché, une suspension peut correspondre souvent à une suppression totale car le marché peut avoir changé, dans l'intervalle, à un tel point que les titres ne trouveraient plus preneur.

Ce pouvoir de la Commission est, par conséquent, très important et il ne peut être jugé qu'en fonction de l'application qui en sera faite. On saisira comment ce pouvoir peut être opportun, dans les cas où un

événement postérieur à l'inscription des titres aura pour effet de rendre les allégations contenues dans les communications au public inexactes ou trompeuses. Ce pouvoir pourra, au contraire, donner lieu à des vexations dans les cas où la Commission, sous des influences politiques, personnelles ou autres, voudra, délibérément s'attaquer à une société émettrice ou à une personne, qui y exerce une influence prépondérante. Il suffira, en effet, à la commission de décider que par l'effet d'un événement quelconque ou autrement le « Registration Statement » soit devenu inexact ou incomplet, et elle pourra émettre un ordre de suspension. Il est vrai que l'émetteur lésé peut s'adresser aux tribunaux pour obtenir la révision des ordres de la Commission, mais comme il a été dit, le temps est souvent un élément essentiel et le mal est déjà fait, quand les juges renversent l'effet de l'ordre injustifié.

Enfin, dans son pouvoir de demander aux tribunaux de prononcer des « injUNCTIONS » et des « mandamus » la Commission peut trouver un champ très vaste d'intervention dans la pratique financière (1). Elle peut exercer ce pouvoir, en effet, dans tous les cas de manœuvres frauduleuses relatifs à des opérations quelconques portant sur des titres quelconques, que leur inscription soit requise ou non.

(1) Articles 19 et 20.

On dit, volontiers, que ce dernier pouvoir de la Commission et celui d'émettre des « stop orders » sont les sanctions les plus efficaces du « Securities Act », et que ce sont celles, qui auront dans l'avenir la plus grande importance pratique. Cette opinion peut être mise en doute, car, à mesure que le nombre des émissions financières ira en croissant et que le « Securities Act » cessera d'occuper une place aussi importante dans la préoccupation publique, il est à prévoir que le contrôle de la Commission diminuera sensiblement en intensité et en efficacité. Donner à la Commission une influence aussi prépondérante sur les émissions financières futures et sur la pratique financière en général serait aller contre le vœu des législateurs et contre la lettre de l'Act, en faisant croire au public que l'Etat, par l'intermédiaire d'une commission administrative, se fait le garant de la qualité des titres émis et de l'honnêteté des financiers.

Il paraît plus raisonnable de croire que le contrôle de la Commission ne sera que superficiel et que la fonction préventive de l'Act sera exercée par les émetteurs financiers eux-mêmes en faisant, conformément aux dispositions légales, une publicité complète et sincère de tous les faits concernant les émissions, qui doivent être raisonnablement portés à la connaissance des souscripteurs.

CHAPITRE III

LA RESPONSABILITÉ CIVILE

On se plaît à dire que le but principal de l'Act est de réaliser la protection de l'épargne par la révélation au public de la vérité de tous les faits, qui entourent les titres offerts. L'Act est donc avant tout préventif et les dispositions qui ont pour but de sanctionner civilement et pénalement les infractions à ses dispositions sont purement secondaires. Néanmoins, au moment du vote de l'Act, ce sont ces dispositions, précisément, qui, par leur nouveauté et leur hardiesse, ont attiré la plus grande attention et provoqué les plus vives critiques. Ce sont elles, d'autre part, qui ont principalement fait l'objet des modifications de 1934.

Les sanctions de l'Act peuvent être groupées sous quatre catégories :

1) sanctions civiles des actes déclarés illégaux et des inobservations de l'Act (1).

(1) Article 12 (1).

2) Responsabilité civile pour fausses allégations et omissions dans le « Registration Statement » (1).

3) Responsabilité civile pour fausses allégations et omissions dans les prospectus, et autre communications concernant toutes les ventes de titres quelconques (2).

4) Responsabilité pénale (3).

C'est dans cet ordre qu'elles seront étudiées.

I. RESPONSABILITÉ POUR INOBSERVATION DES PRESCRIPTIONS DE L'ACT

L'article 12-(1) stipule que « toute personne, qui vend un titre en violation de l'article 5, » commet un acte illégal ; par conséquent, toute personne qui offre, soit un titre non-inscrit, soit un titre inscrit, sans envoi préalable d'un prospectus ou, au moyen d'un prospectus irrégulier sera responsable envers son acheteur qui pourra soit demander le remboursement du prix payé avec intérêts, contre remise du titre, soit, s'il ne possède plus celui-ci, demander des dommages-intérêts.

Cette disposition est d'une nature juridique assez confuse. En fait, elle sanctionne l'illégalité de la vente du titre par une sorte de nullité relative ;

(1) Article 11.

(2) Article 12 (2).

(3) Articles 17 et 24.

mais il est difficile de comprendre le fait que le porteur puisse se prévaloir de cette nullité et obtenir des dommages-intérêts, même après avoir vendu son titre. Il faut remarquer que la loi ne donne au défendeur aucun moyen de se défendre. Il suffit que l'ancien porteur prouve l'illégalité de la vente de son titre, et il peut demander, soit le remboursement du prix, soit des dommages-intérêts. Il est vrai que les dommages qui lui sont dus sont purement compensatoires : ils sont limités à la différence entre le prix d'achat et le prix auquel il a revendu le titre. Mais cette sanction est, néanmoins, arbitraire, car il se pourra que la dépréciation du prix n'ait aucune relation avec l'illégalité du titre et, même dans ce cas le défendeur sera tenu de la verser à son acheteur sans qu'il puisse opposer aucune exception.

Dans la pratique le cas où cette sanction est appelée à jouer le plus fréquemment est celui où un titre est offert ou vendu sans être accompagné ou précédé d'un prospectus en règle ; et la sanction retombe normalement sur les banques et les intermédiaires qui distribuent les titres dans le public. Il faut cependant rappeler que cette disposition s'applique exclusivement aux cas où l'offre ou la vente emprunte les voies de l' « Interstate Commerce » ou celle de la Poste.

II. RESPONSABILITÉ POUR FAUSSES ALLÉGATIONS DANS LE « REGISTRATION STATEMENT »

Quoique le « Registration Statement » ne soit pas diffusé dans le public, il est, cependant, la clé de voûte de l'Act. Il est, en effet, la source officielle de toutes les informations concernant les titres et c'est à lui qu'on a finalement recours, quand la véracité ou la sincérité de certaines énonciations est mise en doute. Il est donc naturel que les sanctions des erreurs ou des omissions, qu'il contient soient les plus importantes et les plus sévères (1).

Une action en responsabilité est ouverte à « toute personne qui acquiert un titre ». En ceci, déjà, l'Act diffère de la « Common Law », où, par application du principe de la « privity », une action était généralement refusée aux porteurs qui n'étaient pas les souscripteurs originaux. Dans l'action de « deceit », où, pourtant, aucune notion de devoir entre les parties n'était nécessaire, les tribunaux refusaient tout recours aux porteurs ordinaires, car il était présumé qu'ils n'avaient pas acheté leurs titres sur la foi des allégations frauduleuses du vendeur original. L'action spéciale de l'article 11 s'applique à titre égal à tous les porteurs, qu'ils aient acheté

(1) Article 11.

leurs titres à l'émetteur lui-même ou à toute autre personne.

Dans son énumération des personnes qui peuvent être tenues pour responsables, l'Act est encore plus hardi et innovateur. En effet, tout souci de relation contractuelle et, surtout, toute nécessité de prouver un devoir vis-à-vis du demandeur sont écartés ; en un mot toute la « citadelle de la « privity » est détruite. En effet, sont responsables conjointement et solidairement :

a) D'abord la société ou la personne émettrice elle-même. Cette responsabilité est unique, en ce sens qu'elle est absolue, le défendeur ne pouvant se prévaloir que d'une seule exception, à savoir, que le demandeur avait connaissance, ou devait raisonnablement avoir connaissance de la fausseté ou de l'omission alléguée.

b) Toutes les personnes qui ont signé le « Registration Statement ». On se souvient que ce sont les principaux directeurs et employés, le chef comptable, et la majorité du conseil d'administration.

c) Tous les administrateurs en fonction au moment de l'inscription et chaque personne qui, avec son consentement, est nommée dans le prospectus comme étant un futur administrateur.

Cette mesure a été prise pour répondre à une pratique courante des sociétés qui consistait à avoir un conseil d'administration de façade dont la ma-

majorité des membres se désintéressaient complètement de la gestion et se protégeaient contre toute responsabilité par la simple preuve qu'ils n'avaient pas participé directement à la rédaction du prospectus. Les législateurs avaient en vue, également, de réduire le nombre des directeurs, qui était devenu très grand, à un petit nombre de personnes compétentes et prenant une part active à la gestion.

Il faut mentionner que les administrateurs disposent d'un moyen de défense spécial. Ils peuvent apporter la preuve qu'ils avaient cessé toute relation avec la société avant la date effective, et qu'ils avaient porté leur retraite à la connaissance du public et de la Commission, ou bien que le « Registration Statement » a été rédigé à leur insu. Il est, cependant, vrai que malgré de justes raisons, l'extension de la responsabilité à tous les administrateurs, est très sévère. On peut particulièrement s'en rendre compte dans le cas d'un administrateur absent, qui est responsable bien qu'il ait été dans l'incapacité de vérifier le contenu du « Registration Statement ».

d) Toutes les personnes, qui, de leur consentement ou de par leur profession, sont nommées dans la Déclaration comme en ayant préparé une partie ou comme ayant fait une expertise, une estimation ou un rapport dont il est fait usage. Mais ces personnes ne sont responsables que des fausses allé-

gations ou des omissions contenues dans la partie du « Registration Statement », qui est basée ou qui reproduit leurs propres déclarations.

e) Les « underwriters ». Mais, en principe, leur responsabilité est limitée à la somme totale pour laquelle la portion des titres qu'ils ont vendus ou garantis a été vendue au public. Le texte de 1934 présente, à ce point de vue, une amélioration sensible sur celui de 1933 qui ne contenait pas cette limite et d'après lequel un « underwriter » pouvait être rendu responsable, dans un cas extrême, pour le chiffre total de l'émission, alors qu'il n'en avait garanti ou acheté qu'une quote-part. La responsabilité légale des « underwriters » est une innovation par rapport au « Companies Act » anglais où ceux-ci ne sont pas rendus responsables. Il est vrai qu'en Angleterre les « underwriters » sont de simples garants et qu'en appliquant les principes de la « privity » on ne peut leur attribuer aucune obligation vis-à-vis des souscripteurs.

f) Enfin « toute personne qui, par la propriété d'actions, par présentation légale, ou autrement » contrôle l'une quelconque des personnes énumérées ci-dessus. La responsabilité des personnes contrôlantes est conjointe et solidaire de celle des personnes contrôlées. Cependant, les premières personnes peuvent se défendre en prouvant qu'elles n'avaient pas connaissance et qu'elles ne pouvaient pas rai-

sonnablement connaître l'existence des faits qui ont mis en jeu la responsabilité des personnes contrôlées.

Cette disposition est une innovation considérable dont la nécessité s'explique en fonction de la pratique bancaire et financière américaine.

Elle est d'abord une autre manière de porter un coup à la pratique des hommes de paille. Mais, si elle est justifiable dans les cas où la personne contrôlée dispose de certains moyens de défense, elle est, par contre, indûment sévère dans les cas où cette personne est la société émettrice elle-même dont la responsabilité, comme il a été vu, est absolue. Dans un cas extrême, un actionnaire possédant une majorité de voix dans les assemblées générales bien que son portefeuille ne représente qu'un pourcentage minime des titres pourrait être condamné à payer à un demandeur, à titre de dommages, une somme égale à tout ou partie du montant de l'émission.

Par contre, la responsabilité des personnes, qui exercent le contrôle des sociétés émettrices est justifiable et même désirable dans les cas de sociétés « holdings » qui sont d'un usage courant aux États-Unis.

Pour ce qui est de la preuve, l'Act se sépare radicalement de la « Common Law » où le demandeur devait apporter la preuve et le défendeur pouvait triompher en lui opposant la force de l'inertie. La

tâche du demandeur est considérablement facilitée. Il doit prouver (a) l'existence d'une erreur dans le « Registration Statement », et (b) dans certains cas qu'il a acheté son titre sur la foi du « Registration Statement ».

Le demandeur doit d'abord prouver, dit l'article 11 « qu'une partie quelconque du « Registration Statement », au moment où celle-ci est devenue effective, contenait une fausse allégation d'un fait substantiel ou omettait d'alléguer un fait substantiel dont la mention est requise ou qu'il est nécessaire d'insérer pour rendre les autres déclarations non trompeuses ».

Cette preuve se subdivise de la même manière qu'en droit commun : il faut d'abord prouver que le défaut de la Déclaration porte sur un fait et, ensuite, que ce fait est substantiel. Le premier élément est une pure question de fait qui ne demande pas de commentaire, sauf qu'elle sera souvent l'objet d'une procédure par jury, ce qui implique en pratique une grande lenteur. Il faut, ensuite, montrer que ce fait est substantiel. Quelques critiques américains déplorent que l'Act reproduise la nécessité de cette preuve, car elle est de nature à causer de nombreuses controverses dont dépendra souvent l'issue finale. Cet élément est cependant nécessaire, car il serait arbitraire de mettre en jeu la responsabilité très stricte de l'article 11, même dans les cas, où les fausses allégations ne concernent

que des faits d'importance secondaire ou futile, et qui ne peuvent raisonnablement avoir aucune influence sur le consentement de l'acheteur.

Il faut d'ailleurs observer que cette preuve est beaucoup plus facile à fournir qu'en droit commun, car, comme l'article 11 concerne uniquement les allégations contenues dans le « Registration Statement », c'est celui-ci, qui sera la source exclusive et le guide de la substantialité des allégations incriminées. En effet, toutes les mentions, qui sont requises pour cette Déclaration sont *prima facie* importantes. Cependant, certaines mentions sont désignées sous des noms génériques et sous des catégories peu précises et, comme les omissions sont sources de responsabilité civile au même titre que les affirmations, les émetteurs sont toujours dans l'incertitude de savoir s'ils n'ont pas omis de mentionner un fait qui pourrait être considéré comme important par le juge. D'où la tendance de surcharger indûment les déclarations et les prospectus en y insérant des faits souvent peu importants et offrant peu de relation avec le but de ces documents.

Malgré les reproches que cet élément peut susciter, il ne semble pas qu'il soit un fardeau considérable pour le demandeur ; pratiquement, en effet, le demandeur se contente d'alléguer l'existence de la fausse allégation ou de l'omission incriminée et d'affirmer qu'elles sont de telle nature qu'elles

pouvaient raisonnablement influencer son consentement. Ceci dit, il incombe au défendeur de réfuter cette preuve.

Dans le texte de 1933, le demandeur n'était aucunement tenu de prouver qu'il avait acheté son titre sur la foi de la Déclaration ni de prouver un lien de causalité entre la fausse allégation incriminée et le dommage qu'il cherche à réparer. C'était là l'innovation la plus considérable de l'Act par rapport au droit commun, dans lequel on se souvient qu'il était essentiel, dans tous les cas, pour le demandeur de prouver qu'il avait acheté son titre sur la foi des dites allégations. Cette règle fut conservée, en principe, dans le texte de 1934, mais elle fut limitée en ce sens que, si à la fin de la première année, suivant la date effective de la Déclaration l'émetteur a émis et porté à la connaissance des porteurs un compte rendu de ses opérations, l'acheteur est obligé de prouver, au cas où son acquisition est postérieure à cette date, qu'il a fait son achat sur la foi d'une fausse allégation contenue dans la Déclaration. Toutefois, il n'est pas tenu de prouver qu'il avait effectivement lu le prospectus.

Cette disposition est motivée par cette idée que lorsqu'un tel compte rendu a été publié, les acheteurs sont présumés avoir acheté leurs titres plus sur la foi de celui-ci que sur la foi du « Registration Statement » publié plus d'un an auparavant. Cette

idée procède du principe de la « Common Law », à savoir que les déclarations faites au moment de l'émission sont destinées aux souscripteurs seulement, lesquels n'ont pas d'autre base d'appréciation. Les acheteurs postérieurs sont supposés n'agir que sur la réputation générale du titre et sa tenue sur le marché.

Mais la possibilité pour le demandeur de prouver sa foi dans le « Registration Statement » sans qu'il ait lu ce dernier, enlève à cette obligation de preuve la plus grande partie de sa force. Il sera facile d'alléguer qu'on a acheté le titre sur la foi des déclarations d'une autre personne qui avait elle-même lu la Déclaration. De sorte que, même limitée par les modifications de 1934, la preuve à fournir par le demandeur est relativement facile. Le danger de cette règle serait supprimé si on donnait au défendeur le moyen de prouver de son côté que le demandeur avait acheté son titre pour des raisons complètement indépendantes de la Déclaration ; mais cette possibilité n'est pas donnée au défendeur, et il faut reconnaître qu'une telle licence peut donner lieu à des abus.

Tout le fardeau de la preuve tombe sur le défendeur quand le demandeur a établi l'existence d'une fausseté dans la Déclaration. Mais le défendeur dispose d'un très petit nombre d'exceptions.

Il faut mentionner d'abord deux moyens de dé-

fense qui sont communes à tous les défendeurs :
(a) ils peuvent prouver tout d'abord que le demandeur avait connaissance de la fausseté alléguée, mais cette preuve est très difficile à fournir et ne sera possible que dans des cas extrêmes. (b) D'autre part, le défendeur peut prouver, non pas pour échapper à la responsabilité, mais pour obtenir une limitation des dommages-intérêts, que tout, ou partie de la perte subie par le demandeur provient d'une cause autre que la fausse allégation incriminée. Cette disposition, qui fut ajoutée en 1934, est assez confuse. On a voulu introduire ici l'élément de causalité entre l'acte incriminé et le dommage subi, lequel élément est nécessaire dans le droit de la responsabilité quasi-délictuelle, mais, si cette idée est louable en principe, on peut se demander jusqu'à quel point elle peut être pratiquement réalisée. Comment peut-on, en effet, connaître la cause déterminante de la dépréciation de la valeur d'un titre ? Il semble qu'une telle exigence est une lettre morte. Elle fait d'ailleurs double emploi avec la nécessité de prouver que le fait qui a été faussement allégué est substantiel, car, que signifie qu'un fait est substantiel sinon qu'il est de nature à influencer le consentement de l'acheteur. Si la fausseté de ce fait a été connue, comment peut-on prouver que la dépréciation de valeur du titre a

été causée par d'autres raisons, comme l'état général du marché, des phénomènes saisonniers, etc.

Ces deux moyens de défense sont les seuls dont dispose la société émettrice et les personnes qui la contrôlent et, en leur absence, la responsabilité de ces personnes est absolue. Les autres défenseurs disposent des exceptions suivantes : Ils peuvent prouver, en ce qui concerne les allégations de la Déclaration qui ne sont pas des copies d'expertise, des documents officiels, etc., ou qui ne sont pas faites sur l'autorité d'un expert, qu'ils pouvaient raisonnablement croire, et qu'ils ont effectivement cru, qu'elles étaient sincères. Mais ils doivent prouver que, pour vérifier la véracité de ces déclarations, ils avaient fait une enquête raisonnable.

En ce qui concerne les copies d'expertises ou de documents publics, ils peuvent prouver qu'ils n'avaient raisonnablement pas lieu de croire qu'elles étaient fausses ou qu'elles ne représentaient pas substantiellement les documents originaux, ou, encore, qu'elles étaient inexactes.

Enfin, les experts eux-mêmes peuvent prouver une croyance raisonnable des faits allégués dans leurs expertises, s'ils ont, pour vérifier la véracité de ces faits, fait une enquête raisonnable. Dans la détermination de ce qui est une raison suffisante de croire et de ce qui constitue une enquête raisonnable, le critère prescrit par l'Act est la conduite

de l'homme prudent dans la gestion de ses propres affaires (1).

Par ces dispositions, l'Act adopte visiblement les principes de l'action en négligence. Elles sont, en outre, une reproduction presque textuelle des dispositions similaires du « Companies Act » anglais. Cependant, l'Act a innové en ce que la tâche du défendeur est rendue singulièrement plus difficile, car il doit apporter, non seulement la preuve de sa bonne foi, mais encore la preuve qu'il a fait des efforts raisonnables pour vérifier la véracité des faits allégués. Cette charge additionnelle pourra, dans la pratique, décider du procès, car s'il est facile pour un défendeur de prouver sa croyance sincère en l'existence ou la véracité d'un fait, il lui est plus difficile de prouver qu'il a personnellement fait la vérification du bien fondé de cette croyance.

Il sera particulièrement difficile, par exemple pour un directeur absent, d'apporter cette preuve et, à ce titre, le « Securities Act » est beaucoup plus strict que le « Companies Act » et, à plus forte raison, que les principes de la « Common Law ».

Dans le texte de 1933, le demandeur qui était encore en possession de son titre pouvait le retourner et demander la restitution du prix ; ou bien, s'il avait vendu son titre, il pouvait demander des

(1) Article 11 c.

dommages-intérêts en compensation de la perte qu'il avait subie. Mais la possibilité de demander le remboursement du prix, comme dans la rescision du droit commun, était d'une sévérité excessive, car, par exemple, un seul directeur ou banquier pouvait se voir demander le remboursement du montant de toute l'émission, ce qui était évidemment ruineux. Ceci fut modifié en 1934 où il ne fut plus permis que d'intenter une action en dommages-intérêts.

Ces dommages sont de nature purement compensatoire, et ils ne représentent, par conséquent, que la perte subie par l'acheteur, le *damnum emergens*. L'Act stipule, en effet, qu'ils ne peuvent en aucun cas dépasser le prix de souscription. Leur computation est faite de la manière suivante :

a) Si l'acheteur garde son titre, ils sont égaux à la différence entre le prix de souscription ou bien le prix payé par l'acheteur, si celui-ci est plus bas, et le cours au moment de l'action.

b) Si l'acheteur vend son titre avant l'action, ils sont égaux à la différence entre le prix de souscription ou le prix d'achat comme ci-dessus et le cours au moment de la vente.

c) Si l'acheteur vend son titre après l'action, ils sont égaux à la différence entre le prix de souscription ou le prix d'achat comme ci-dessus, et le cours au moment de la vente ou au moment

où l'action est intentée, si ce dernier est plus bas.

Il faut rappeler, ici, que le défendeur peut obtenir une diminution des dommages en prouvant que tout ou partie de la perte éprouvée par l'acheteur provenait d'une cause autre que le défaut du « Registration Statement ». D'autre part, en ce qui concerne les « underwriters », la mesure totale des dommages-intérêts qu'ils peuvent être tenus de payer, est limitée au montant de leur part dans l'émission.

Il faut ajouter, avant d'en finir avec cette responsabilité, que celle-ci s'applique conjointement et solidairement à toutes les personnes qui ont été énumérées plus haut. Si le demandeur intente une action contre l'une de ces personnes, celle-ci pourra se retourner contre les autres et leur demander de contribuer également à la réparation. Cependant, une personne coupable de fraude ne pourra pas se prévaloir de ce droit de recours contre une personne qui est innocente ou simplement négligente. Mais le droit de recours est d'une application pratique assez difficile à cause de la multiplicité des juridictions. Souvent, en effet, le tribunal de recours ne sera pas le même que le tribunal qui a prononcé le jugement principal, et chaque recours pourra donner lieu à un nouvel examen de tous les faits de la cause.

III. RESPONSABILITÉ POUR FAUSSES ALLÉGATIONS
DANS LE PROSPECTUS
ET LES AUTRES COMMUNICATIONS

Cette responsabilité est nettement différente de celle qui vient d'être étudiée. Celle-ci couvre un champ relativement limité, les fausses allégations contenues dans le « Registration Statement », et n'est donc applicable qu'aux titres dont l'inscription est requise. Celle-là, par contre, couvre toutes les offres et ventes de titres quelconques même ceux qui ne sont pas visés par l'Act, avec l'exception cependant des titres émis par le gouvernement fédéral, par les Etats, les banques nationales et la Federal Reserve Bank (1). Son champ d'action est, par conséquent, beaucoup plus large, puisqu'elle comprend, par exemple, tous les titres émis avant le passage de l'Act, tous les titres de compagnies de chemins de fer, d'électricité et d'autres services publics, etc. Mais la responsabilité de l'article 12, de même que la responsabilité pour inobservation de l'Act étudiée plus haut, ne s'applique qu'entre l'auteur des fausses allégations et son acheteur immédiat. Comme dans la rescision, par conséquent, elle ne s'étend pas aux porteurs successifs.

(1) Article 12 (2).

Pour ce qui est de la preuve, le demandeur a une tâche facile : il lui suffit de prouver l'existence d'une fausse allégation et d'une omission dans un prospectus ou dans une communication quelconque. D'autre part, il dispose de deux moyens de recours exclusifs : s'il garde son titre, il peut demander le remboursement du prix ; si, au contraire, il a vendu son titre, il peut agir en dommages-intérêts. L'article 12 ne précise pas quelle sera la mesure de ces dommages ; mais il s'agit probablement de dommages purement compensatoires qui seront mesurés par le prix de souscription ou d'achat et le prix de revente du titre. En pratique, en ce qui concerne le demandeur, du moins, les deux formes de l'action sont équivalentes, car elles le rétablissent dans le *statu quo*.

La responsabilité du défendeur est moins sévère que dans l'article 11 ; en effet, quoique les règles de preuve soient sensiblement les mêmes, le défendeur pouvant se disculper en prouvant qu'il était ignorant et qui pouvait raisonnablement ignorer les faussetés incriminées. Il n'est pas obligé de prouver qu'il a fait des efforts raisonnables pour s'assurer de la véracité des faits en question.

On serait tenté de croire, en considérant cette relative facilité pour le défendeur de se disculper que l'article 12 a purement et simplement suivi les principes de la négligence et les dispositions corres-

pondantes du « Companies Act » anglais. Mais il reste, cependant, une grande différence entre ces principes et les dispositions de l'Act ; en effet, le demandeur n'est pas tenu de prouver qu'il a acheté son titre sur la foi des fausses allégations incriminées, ni de prouver que celles-ci ont été la cause directe de son dommage. Cet élément est moins significatif dans le cas présent car, comme la responsabilité n'existe qu'au profit de l'acheteur immédiat, il est raisonnable de présumer que si le prospectus, qui a été émis ou signé par le défendeur, contenait une fausse allégation importante, celle-ci a eu une influence déterminante sur le consentement de l'acheteur.

Cependant, dans les cas où l'acheteur a acheté son titre pour des raisons complètement indépendantes du prospectus ou des communications de son vendeur, il pourra néanmoins assigner celui-ci, qui sera responsable s'il ne peut exciper de sa bonne foi.

Il faut noter que l'article 12 parle de communications orales au même titre que de prospectus et de communications écrites. Mais comme l'application de cette disposition de même que celle de toutes les autres est limitée aux cas qui impliquent l'usage des voies de l'« Interstate Commerce » ou de la Poste, les communications orales seront limitées, pratiquement, aux conversations téléphoniques.

Les législateurs ont voulu remédier à la sévérité

des responsabilités imposées par les articles 11 et 12 en fixant des périodes de prescriptions assez courtes. D'une part, toute action doit être intentée dans l'année qui suit la découverte du défaut litigieux, ou le moment où cette découverte aurait dû raisonnablement être faite. Ce dernier point de départ du délai de la prescription est critiquable, car il est incertain et sera l'objet, par conséquent, de nombreuses controverses. D'autre part, aucune action ne pourra être intentée plus de trois ans après l'émission publique dans les cas de l'article 11 et 12 (1), et plus de trois ans après la vente dans le cas de l'article 12-(2) (1).

Dans le texte de 1933, un souscripteur pouvait intenter une action deux ans après la découverte du défaut, et dix ans après l'émission. Il est évident qu'une période aussi longue devait permettre des abus considérables, car un porteur pouvait ainsi, près de dix ans après l'émission, intenter une action sans avoir à prouver autre chose qu'une fausse allégation contemporaine à l'émission. Il faut donc considérer que la fixation de délais de prescription courts est louable, car elle enlève aux dispositions particulièrement sévères de l'Act la possibilité d'être appliquées dans un but purement arbitraire et chicané. Des porteurs qui attendent longtemps

(1) Article 13.

avant de se prévaloir des dispositions de responsabilité de l'Act peuvent, à juste titre, être suspectés de mauvaise foi.

Une autre innovation de l'Act par rapport à la « Common Law » consiste dans la libéralité des règles de compétence. Le demandeur peut, en effet, intenter son action devant le tribunal du domicile du défendeur ou du lieu de ses affaires ou encore du lieu où celui-ci se trouve lui-même. Il peut, en outre, remettre son exploit dans n'importe quel endroit où le défendeur est domicilié et aussi dans le lieu où celui-ci se trouve (1).

Les dispositions des articles 11 et 12 ne sont pas exclusives des voies de recours du droit commun. L'article 16 dit expressément que celles-ci restent ouvertes au profit des détenteurs des titres. Toute personne pourra donc intenter une action en rescision ou une action de « deceit » si elle le désire. Mais il ne semble pas que ce privilège présente un intérêt pratique quelconque car les dispositions de l'Act sont suffisamment larges dans leur application, et les preuves à fournir sont tellement facilitées par rapport à celles du droit commun que les demandeurs auront intérêt à s'en prévaloir (2).

Enfin, l'Act prévoit que, pour éviter des actions purement chicanières et vexatoires (« strike suits »),

(1) Article 22.

(2) Article 16.

le demandeur devra fournir une caution suffisante pour couvrir les frais du procès, et si le tribunal juge que la demande ou la défense d'une des parties est insuffisante, il pourra ordonner à celle-ci de verser la caution à l'autre partie pour la defrayer de ses débours.

IV. RESPONSABILITÉ PÉNALE

Il y a, dans l'Act, une disposition spéciale qui couvre tous les cas de fraude pouvant se produire dans la pratique financière. Tous les actes frauduleux, tous les artifices, toutes les manœuvres malhonnêtes et toutes les opérations, qui sont entreprises de mauvaise foi, dans le but de se procurer de l'argent sont qualifiés d'illégaux. Mais cette disposition qui couvre, en pratique, tout le terrain des émissions et des ventes de titres ne comporte pas de sanction civile spéciale et, dans le droit américain, il n'existe pas d'action en cas de simple violation d'une loi ou de commission d'un acte illégal (1).

Cette disposition est, par contre, couverte par les sanctions pénales de l'article 24. Celui-ci s'applique d'une part à toutes les violations volontaires de l'Act, et d'autre part, à toutes les allégations ou omissions, que les émetteurs ont volontairement

(1) Article 17.

faites dans la rédaction du « Registration Statement ». Les législateurs ont tenu à comprendre expressément les omissions comme source de responsabilité pénale aussi bien que les affirmations positives, car ils furent fortement influencés, au moment de la rédaction de l'Act, par une récente décision anglaise, où cette extension avait été faite aux dépens de Lord Kysant (1).

La responsabilité pénale n'est mise en jeu que dans les cas où la commission des actes illégaux ou les violations de l'Act ont été volontaires ; elle ne peut donc jamais s'appliquer dans les cas de négligence aussi graves fussent-ils.

(1) *Rex v. Kysant* (1931) 23 App. Crim. 83.

CHAPITRE IV

LES ÉMISSIONS DES GOUVERNEMENTS ÉTRANGERS ET DE LEURS SUBDIVISIONS POLITIQUES

Les sociétés émettrices étrangères sont soumises aux mêmes règles que les sociétés américaines avec la seule différence que le « Registration Statement » doit porter en plus des signatures habituelles celle de leur représentant légal aux Etats-Unis. Les émissions des gouvernements étrangers et de leurs subdivisions politiques, par contre, font l'objet de dispositions spéciales. Ces derniers, en effet, ne pouvaient pas être astreints à toutes les obligations de l'Act, tant pour des raisons pratiques que pour des considérations de courtoisie internationale. Mais les pertes éprouvées par les porteurs américains de titres étrangers pendant les années 1923 à 1933 s'élèvent à 3 milliards de dollars (environ 45 milliards de francs) sur un total de 7 milliards de dollars de titres émis (1) ; et d'autre part, comme l'éloigne-

(1) Commercial & Financial Chronicle, Vol. 136, page 3043.

ment des pays émetteurs, l'incertitude de leurs conditions économiques et financières, et, surtout l'attrait légendaire que les pays étrangers exercent sur l'esprit du public rendent la tâche des banquiers émetteurs frauduleux ou négligents particulièrement facile, les législateurs du « Securities Act » ont reconnu la nécessité de soumettre ces émissions à un contrôle et à des responsabilités aussi sévères que possible.

Pour ce qui est de l'inscription et de la publicité, tout d'abord, les énonciations requises pour le « Registration Statement » sont énumérées séparément dans l'annexe B. Leur liste est évidemment moins longue que pour les émissions ordinaires, mais elle est cependant considérable en comparaison des mentions et des renseignements que l'on pouvait trouver auparavant dans les prospectus d'émission. Il faut noter que la « Commission » n'a pas établi de forme spéciale concernant les émissions des gouvernements étrangers. Lors de la première émission de cette espèce depuis le « Securities Act » (1) elle en laissa le soin aux avocats du syndicat d'émission et il y a tout lieu de croire que le « Registration Statement » qu'ils élaborèrent servira de modèle dans la suite.

En principe, la Déclaration doit contenir :

(1) Republic of Finland 4 % Serial Notes, 19 novembre 1934.

a) une analyse et une description de la dette fixe et de la dette flottante avec le nom et la date des différents emprunts, leur échéance, leur caractère, leur taux, les modalités de l'amortissement, la description du gage et des biens hypothéqués, etc.

Il faut noter que les emprunts visés sont non seulement ceux de l'émetteur lui-même, mais encore tous ceux qui portent sa garantie. Dans le cas d'un emprunt français par exemple, il faudra mentionner tous les engagements garantis par le Gouvernement Français, et l'on peut se rendre compte de la longueur du « Registration Statement » et du prospectus même si on se contente d'en faire une simple énumération. Il est vrai que la « Commission » peut discrétionnairement régler la composition et les détails de cette analyse, mais elle est néanmoins liée par le texte de l'Act et elle ne pourra pas empêcher la publicité des émissions étrangères d'être longue et très couteuse.

b) les recettes classées par source et les dépenses classées par objet pour le dernier exercice dont les chiffres sont connus, et pour les deux exercices précédents, dans les détails que la « Commission » indiquera.

c) une description de l'émission entreprise et l'emploi détaillé qu'on se propose de faire des fonds ainsi levés. Il faut indiquer le prix de souscription ou son mode de computation, le nom du ou des

« underwriters », le montant de leur prime, les primes des banquiers vendeurs et distributeurs, le montant de toutes les autres dépenses relatives à l'émission, etc.

Les législateurs ont tenu à ce que l'émetteur fasse connaître à quel usage les fonds levés par l'émission entreprise sont destinés, car un grand nombre d'émissions étrangères, particulièrement les émissions sud-américaines, avaient été faites dans le seul but d'équilibrer le budget de l'Etat émetteur et avaient causé des pertes considérables aux souscripteurs américains.

d) la balance des paiements de l'émetteur pour la dernière année où elle est connue et les six années précédentes.

e) une analyse de la situation de la Banque Centrale, sa réserve d'or, sa circulation en billets.

f) une description sommaire de l'émetteur, sa population, ses ressources, etc.

g) enfin des annexes : une copie du « Banker's Commitment », une copie du contrat avec l'agent fiscal, une convention de fournir une consultation d'un juriste du pays émetteur portant sur la légalité de l'émission, etc.

Avant le « Securities Act » les émissions étrangères étaient annoncées et offertes au public par un court prospectus qui faisait une description sommaire de la situation générale de l'émetteur et de l'émission

entreprise. Il renfermait en outre des appréciations élogieuses et des prédictions prometteuses que personne n'était évidemment en mesure de vérifier. Les dispositions du « Securities Act » sont par conséquent une innovation considérable et si elles ont pour effet de mettre à la disposition du public une énorme quantité de renseignements qui lui serviront à se faire une opinion sur la situation et sur le crédit de l'émetteur, il n'en est pas moins vrai que les émissions étrangères donneront lieu à un travail de préparation qui, par le nombre de communications télégraphiques, de traductions, de copies etc., ne manquera pas de les rendre plus difficiles et plus coûteuses.

Pour ce qui est de la responsabilité tant civile que pénale, elle retombe entièrement sur les banquiers américains qui se chargent de l'émission et du service des emprunts étrangers. Il apparaît tout de suite que ce fardeau est considérable, car dans les émissions ordinaires, il est partagé par la société émettrice, par les administrateurs, les directeurs, les experts, et par toutes les personnes qui les contrôlent. Dans le cas présent les « underwriters » sont seuls responsables dans la limite du montant de la part de l'émission pour laquelle ils se sont engagés.

Il faut remarquer en outre que la tâche du demandeur est considérablement facilitée par le fait que

es gouvernements étrangers ne sont pas expressément tenus de fournir un compte rendu de leurs opérations un an après l'inscription des titres et que, par conséquent, les demandeurs sont dispensés dans tous les cas de prouver qu'ils ont acheté leurs titres sur la foi du « Registration Statement ».

Le résultat pratique de ce que les responsabilités très sévères de l'Act reposent entièrement sur les banquiers est que ceux-ci ne consentiront à l'avenir à entreprendre des émissions étrangères que dans les cas où ils y trouveront un bénéfice suffisant pour compenser leurs risques. En pratique, l'émission d'emprunts étrangers sera certainement plus coûteuse (1).

On peut prévoir aussi que les « underwriters » chercheront à former un syndicat composé de membres aussi nombreux que possible car, comme leur responsabilité est limitée au montant de leur engagement, elle sera d'autant moins grande que le nombre des syndicataires sera plus élevé.

Pour le moment les dispositions spéciales de l'Act concernant les emprunts étrangers sont d'application pratique très restreinte. Peu après son passage, en effet, fut voté le « Johnson Act (2) »

(1) Les frais totaux de l'émission précitée de Notes dont les échéances s'échelonnaient de un à quatre ans s'élevaient à plus de 2 % du montant nominal.

(2) 13 avril 1934, c. 112, 48 Stat. 805.

lequel prohibe l'achat et la vente aux Etats-Unis des titres de tous gouvernements étrangers et de leurs subdivisions politiques aussi longtemps que ceux-ci auront fait défaut à leurs obligations.

Cet Act a pour effet de prohiber les émissions de tous les pays étrangers, sauf de très rares exceptions. Il faut cependant remarquer que les subdivisions politiques étrangères, c'est-à-dire les départements et les villes, par exemple, ont le droit d'emprunter aux Etats-Unis si elles ne sont pas en défaut, même quand l'Etat auquel elles appartiennent a lui-même fait défaut dans ses obligations (1). D'autre part, sont autorisées toutes les émissions qui ont pour effet de remplacer ou de changer la nature des émissions antérieures (2).

Le but des législateurs du « Securities Act » et du « Johnson Act » fut de protéger le public américain contre les émissions frauduleuses ou fantaisistes de titres étrangers, mais il semble bien que ces deux lois aient pour effet de restreindre considérablement, sinon de supprimer complètement les possibilités pour les Américains d'exporter leurs capitaux, et en ceci elles dépassent singulièrement les intentions de leurs auteurs.

(1) Congressional Record 73rd Congress, second session, Vol. 78 No. 73 (April 4, 1934).

(2) Lettre de l'Attorney General CUMMINGS au Secrétaire d'Etat datée du 18 mai 1934.

CHAPITRE V

LE « COMPANIES ACT » ANGLAIS DE 1929

Toute étude du « Securities Act » serait incomplète sans une description sommaire des dispositions du « Companies Act » de 1929 qui ont pour objet de contrôler et de sanctionner les émissions financières (1).

Comme son nom l'indique, le « Companies Act » ne concerne pas seulement les émissions financières, mais il couvre tout le droit anglais des sociétés. D'autre part, c'est une loi ancienne qui remonte à 1862 et qui fut modifiée successivement en 1900, 1907 et 1929 pour s'adapter à l'évolution économique. Ces remarques sont importantes quand on se souvient que le « Securities Act » est une loi spéciale concernant les émissions financières et, d'autre part, qu'elle est neuve et même révolutionnaire par rapport au droit antérieur.

(1) Voir la traduction française de cette loi publiée par la Société française de législation comparée sous la rédaction de M. DECUGIS (Paris, 19, PICHON et DURAND AUGIAS éd.).

L'article 35 stipule que tout prospectus émis par une société ou par une personne quelconque qui a un intérêt dans la constitution de la société, doit contenir les mentions prescrites par les annexes de l'Act. Le terme prospectus est défini comme contenant « tout prospectus, avis, circulaire, annonce, ou autre invitation ayant pour but d'offrir en souscription ou en vente toutes actions ou obligations d'une société (1). » Mais une simple lettre confidentielle ne peut être interprétée comme étant un prospectus (2).

Il y avait cependant moyen d'échapper aux obligations de l'Act en faisant souscrire tous les titres par une personne ou par un groupe de personnes lesquelles les écoulaient ensuite dans le public. Celui-ci ne pouvait pas agir contre les émetteurs car ceux-ci n'étaient pas son vendeur immédiat. Dans le texte de 1929 cette lacune a été prévue et toute société qui vend une partie ou toute l'émission à des souscripteurs qui revendront ensuite les titres dans le public sera responsable comme si elle avait elle-même directement vendu les titres au public. Les communications émises par les souscripteurs seront considérées comme un prospectus au sens de l'Act. Pour éviter toute évasion de cette disposition il est présumé que toute souscrip-

(1) Article 380.

(2) *NASH v. Lynde* (1929) A. C. 158.

tion qui sera suivie dans les six mois par une offre de vente a été faite en vue de la revente au public.

Le prospectus doit être inscrit auprès du « Registrar » des sociétés. Ce dernier est un fonctionnaire qui ne doit pas être confondu avec la « Securities Exchange Commission » américaine. Son rôle est, en effet, purement passif et il n'exerce pas de contrôle préventif.

Le contenu du prospectus anglais ressemble considérablement à celui du « Registration Statement » américain ; d'ailleurs les législateurs américains s'en sont directement inspirés. Toutefois, le nombre des mentions requises en Angleterre est moins grand et surtout il est demandé beaucoup moins de détails. Il faut signaler que le « Companies Act » ne requiert pas la mention des salaires des administrateurs et des directeurs, ni la mention du nombre de titres que possèdent ces derniers, ni l'énumération et la description de tous les contrats passés par la société dans les deux ans qui précèdent l'émission. Il n'est pas non plus nécessaire de donner des indications sur les banquiers garants ni sur l'usage que l'on se propose de faire des fonds levés.

A ce titre le « Companies Act » est beaucoup moins sévère que la loi américaine et il s'inspire plus fortement du souci de protéger l'épargne en entravant le moins possible la liberté du commerce.

Les dispositions qui concernent la responsabilité civile des émetteurs sont également comparables à celles du « Securities Act ». Comme dans ce dernier, on trouve d'abord une sanction civile spéciale de l'inobservation de l'Act, c'est-à-dire de la vente de titres sans prospectus ou bien à l'aide d'un prospectus irrégulier. Mais l'Act ne dit pas quelle est la nature de cette sanction. Il est certain qu'il n'y a pas lieu à rescision (1). Il s'agit plutôt d'une action qui est généralement accordée en droit anglais à la victime de toute inobservation de la loi, et ceci non pas d'une manière absolue, mais seulement dans les cas où l'intention et le but de la disposition légale contrevenue le demandent (2). Dans le cas présent le but de l'article 35 est la protection de l'épargne, et pour réaliser cette protection, les tribunaux donnent au porteur lésé une action en dommages-intérêts contre l'auteur du prospectus.

Le demandeur doit prouver que le prospectus n'était pas conforme à l'article 35 et qu'il donnait une fausse impression, sur la foi de laquelle il a souscrit, et par l'effet de laquelle il a éprouvé une perte. Le défendeur peut se défendre en prouvant qu'il ignorait de bonne foi l'irrégularité alléguée.

On remarque que cette sanction est beaucoup moins sévère que la sanction correspondante de l'ar-

(1) *The Wimbledon Olympia, Ltd.* 1910, 1 Ch. 630.

(2) *Palmer's Company Precedence* part I, page 161.

ticle 12-(1) de l'Act américain. Celle-ci, en effet, consiste en une responsabilité absolue car le défendeur ne peut pas exciper de sa bonne foi. D'autre part, le demandeur peut agir en rescision s'il possède encore ses titres.

Le « Companies Act » prévoit aussi une action spéciale de responsabilité civile pour les cas de fausses allégations dans le prospectus. Cette action fait l'objet de l'article 37.

Il faut cependant remarquer que malgré l'existence de cette action spéciale, il est encore fait usage assez souvent des actions de la « Common Law », à savoir la rescision et l'action de « deceit ». La raison en est que l'action spéciale de l'Act couvre un champ d'application relativement restreint et que, d'autre part, elle n'est pas assez favorable au demandeur pour que celui-ci n'ait pas avantage, dans certaines circonstances, à se prévaloir des moyens de recours de la « Common Law ».

A ce titre, la rescision est employée quand le demandeur possède encore ses titres et veut en obtenir le remboursement de préférence à des dommages-intérêts (1).

L'action de « deceit » n'a pas évolué en Angleterre comme dans certaines juridictions des États-Unis. Les cours anglaises suivent strictement la doctrine

(1) COLLINS vs. Associated Greyhound Race Courses Ltd. (1930) 1 Ch. 1.

de *Derry vs. Peek*, c'est-à-dire qu'elles exigent que le demandeur prouve une intention frauduleuse de la part du défendeur. Malgré la difficulté de prouver la fraude, cette action est néanmoins usitée quand le demandeur n'est pas un souscripteur original et ne peut pas, comme il sera vu plus loin, se prévaloir de l'action spéciale.

L'application de ces actions a été facilitée en Angleterre par le fait que, pour faire la preuve de la substantialité des faits faussemens allégués, les demandeurs pouvaient se servir comme modèle des mentions requises pour le prospectus dans le « *Companies Act* ». Comme celui-ci présentait déjà en 1900 une liste de mentions qu'on pouvait, à juste titre, considérer comme substantielles, le développement des actions de la « *Common Law* » s'est fait en harmonie avec lui.

L'action spéciale de l'article 37 comble la lacune de la « *Common Law* », c'est-à-dire qu'il donne un moyen de recours en cas de simple négligence du défendeur quand il est impossible au demandeur de demander la rescision. Mais il faut immédiatement insister sur la différence essentielle qui existe entre cette action et l'action de l'article 11 du « *Securities Act* » pour fausses allégations dans le « *Registration Statement* », à savoir qu'elle n'est ouverte qu'aux souscripteurs originaux (allottees). L'article 37 dit, en effet, qu'il est dû réparation « à

toutes les personnes qui souscrivent à des actions ou des obligations sur la foi du prospectus ». Il faut ajouter depuis 1929 les personnes qui achètent leurs titres à des souscripteurs lesquels avaient acheté toute ou partie de l'émission en bloc en vue de revendre les titres au public. En refusant d'accorder réparation à tous les acquéreurs de titres comme le fait le « Securities Act » les législateurs du « Companies Act » ont voulu se borner aux effets directs que pouvait normalement produire une fausse allégation dans un prospectus. Cette limitation est basée sur l'idée critiquable qu'en accordant une action spéciale au souscripteur original contre les émetteurs négligents, on réalise une protection suffisante de l'épargne, et d'autre part, en étendant cette action aux personnes qui n'ont pas été directement visées par le prospectus, on dépasserait indûment les limites fondamentales de la responsabilité quasi-délictuelle.

Peuvent être rendus responsables, tout administrateur de la société ou toute personne qui est nommée dans le prospectus comme devant devenir administrateur, tout fondateur de la société et toute personne qui a autorisé l'émission du prospectus. En considérant le dernier élément de cette énumération, il semblerait à première vue que le nombre de défendeurs possibles est aussi grand que dans le « Securities Act », mais en fait on se refuse en Angle-

terre à considérer des banquiers, des « underwriters », des experts, etc., comme étant « des personnes ayant autorisé l'émission du prospectus ».

Le demandeur doit prouver d'abord qu'il y avait dans le prospectus une fausse allégation, l'Act ne dit pas que de simples omissions sont punissables au même titre que des affirmations. Mais d'une part l'omission d'un fait substantiel est sanctionnée comme étant une inobservation de l'Act et d'autre part une omission qui a pour effet de rendre le reste du document trompeur est généralement assimilée à une fausse allégation positive (1).

Il n'est pas dit d'autre part que la fausse allégation doit porter sur un fait substantiel, mais toutes les mentions qui sont requises pour le prospectus sont *prima facie* substantielles, et d'autre part, comme le demandeur est obligé de prouver que les fausses allégations incriminées ont été la cause directe de son dommage, il semble bien que la preuve de la substantialité des faits allégués est inutile. En ceci, le « Companies Act » présente un grand avantage sur la loi américaine, car il évite de nombreuses controverses qui jettent une grande incertitude sur l'issue des procès.

Le demandeur doit en outre prouver dans tous les cas qu'il a souscrit sur la foi du prospectus, les

(1) *Leather Shod Wheel Co.* (1900) 1 Ch. 421.

législateurs anglais refusent de reconnaître que la simple existence d'une fausse allégation donne lieu à une présomption que les titres ont été souscrits sous son influence directe, l'élément de causalité est considéré comme étant une question de fait qui doit être déterminée par le tribunal dans chaque espèce (1).

Les dommages-intérêts qui sont accordés sont de nature compensatoire, mais leur montant n'est pas calculé de la même façon que dans le « Securities Act ». En effet, ils sont égaux à la différence entre le prix payé pour le titre et la valeur réelle de celui-ci au moment de la souscription. Ce mode de calcul qui est le même que celui qui est usité en Angleterre dans l'action de « deceit » est critiquable, car il implique une détermination arbitraire de la « valeur réelle » du titre au moment de la souscription. Dans la loi américaine, le montant des dommages-intérêts est entièrement basé sur des prix connus, à savoir le prix de vente, le prix d'achat ou le prix coté en bourse au moment de l'action.

Une autre différence entre les deux lois consiste dans le fait que dans la loi anglaise les défendeurs peuvent se défendre en prouvant simplement qu'ils n'avaient normalement pas de raison de croire, et qu'ils n'avaient effectivement pas cru que les allé-

(1) SMITH v. Chadwick, 9 A. C. 187.

gations incriminées étaient fausses. Ils ne sont pas tenus de prouver qu'ils avaient fait une enquête raisonnable pour vérifier le bien fondé de leur croyance.

L'impression générale qui se dégage des dispositions du « Companies Act » qui correspondent au « Securities Act » américain est que celles-ci ont plutôt pour effet de combler la lacune des moyens de recours de la « Common Law » que d'entreprendre un système complet de sanctions dans la matière des fausses allégations dans les prospectus d'émission. Leur champ d'application est par conséquent beaucoup plus limité et si les législateurs américains s'étaient contentés de les reproduire dans le « Securities Act », celui-ci aurait été nettement insuffisant.

Les principales insuffisances du « Companies Act » sont : d'une part le fait que seuls les souscripteurs originaux peuvent obtenir réparation, et d'autre part le fait que les défendeurs possibles ne comprennent pas les banquiers et les autres personnes qui soit par leur intervention directe, soit par le poids de leur autorité, ont une influence considérable sur la volonté des acheteurs de titres.

Les critiques du « Securities Act » ne cessent de prôner l'excellence de la loi anglaise, mais il semble que leur admiration soit le résultat d'une étude superficielle de cette dernière. Dans un rapport commu-

niqué au Chancelier de l'Echiquier (1) par un comité d'économistes distingués il est fortement prouvé que même en Angleterre, où le système bancaire est justement renommé, les dispositions du « Companies Act » qui viennent d'être étudiés sont insuffisantes pour protéger l'épargne contre la fraude et la négligence des émetteurs.

(1) Rapport du Macmillan Committee on Finance and Industry au Chancelier de l'Echiquier.

CHAPITRE VI

APPRÉCIATION CRITIQUE DU « SECURITIES ACT »

Dans le Chapitre III de la Première Partie il avait été indiqué ce que devrait être une loi moderne de protection de l'épargne. Quand on rapproche le « Securities Act » de cette loi idéale on doit reconnaître qu'à peu de choses près il lui est identique et qu'il est, par conséquent, très approprié à la pratique financière américaine.

Des dispositions concernant l'inscription et la publicité des titres il y a peu de choses à dire. Elles sont intimement liées à la structure complexe des sociétés et des banques américaines. On peut critiquer, toutefois, l'obligation pour les émetteurs d'inclure dans les documents requis certaines mentions dont la divulgation au public, tout en étant inutile, ne manque pas d'être vexatoire. Ces mentions sont entre autres celles du salaire des directeurs, du nombre d'actions possédées par les administrateurs, les directeurs et les principaux actionnaires

et des contrats passés par la société émettrice dans les deux années qui précèdent l'émission.

Il peut être critiqué, d'autre part, que le prospectus soit une simple reproduction incomplète du « Registration Statement ». Pour les besoins du public profane il eût été préférable que ce document fût plus court et plus clair, mais il faut admettre qu'en donnant trop de liberté aux émetteurs dans la rédaction du prospectus on eût multiplié les occasions d'allégations et de promesses trompeuses. Malgré tout, le prospectus tel qu'il est réglementé par l'Act n'est compréhensible que pour les spécialistes et un souscripteur profane devra avoir recours à un de ces derniers pour qu'il lui explique et lui en interprète le contenu, ce qui est une nouvelle source d'erreurs et de fraudes.

Pour ce qui est du contrôle préventif de la « Securities Exchange Commission », il est difficile d'en faire une critique *a priori* car il dépend directement de la manière dont la Commission s'acquittera de ses fonctions. Pour le moment ce contrôle est très efficace, mais il donne souvent lieu à la présomption erronée qu'une émission qui a été inscrite et qui n'a pas fait l'objet d'un ordre de suspension de la part de la Commission est une émission non seulement régulière, mais encore de bonne qualité intrinsèque.

Ce sont les dispositions qui concernent la respon-

sabilité civile des émetteurs qui sont les plus susceptibles de critique ou d'appréciation, car elles sont plus purement juridiques, et elles ne dépendent pas de la structure économique des États-Unis, ni de la politique des autorités administratives.

Ces dispositions, particulièrement dans leur forme de 1934, sont quelque peu divergentes et témoignent de deux tendances différentes qui se font jour parmi les auteurs et dans les travaux préparatoires de l'Act.

A ce titre, la Commission du Sénat différerait de celle de la Chambre des Représentants. Le Sénat penchait pour une responsabilité absolue basée sur une idée de risque et portant sur un petit groupe de personnes, tandis que la Chambre des Représentants était en faveur d'une responsabilité simplement présumée, mais portant sur un plus grand nombre de personnes. Les extraits suivants des discussions au Sénat (1) sont assez significatifs : « la question est de savoir si l'ignorance d'une fausseté doit servir d'excuse à l'administrateur et mettre la perte à la charge de l'acheteur. Une telle règle, croyons-nous, empêcherait de donner à l'acheteur la réparation nécessaire et de restaurer la confiance. Si l'une des deux personnes supposées innocentes doit supporter la perte, c'est un principe juridique familier que

(1) 73rd Congress, First Session, Senate Report No. 47, page 4, 5.

c'est celle des deux qui avait l'occasion d'apprendre la vérité qui doit en assumer la charge. De plus celui qui occupe dans la société, et vis-à-vis des actionnaires, une position de confiance devrait supporter le risque plutôt que l'acheteur d'actions qui doit avoir foi dans ce qu'on lui dit.

... S'il est permis à un administrateur de se disculper en prouvant qu'il a cru de bonne foi aux déclarations d'un expert comptable ou de toute autre personne, l'épargnant continuera de se trouver dans la position dont la nation s'efforce de l'arracher ».

C'est en se basant sur ces considérations que la Commission du Sénat préconisait une responsabilité absolue et complètement indépendante de l'idée de négligence. Le Comité de la Chambre des Représentants est non moins catégorique : « S'il est dit que l'imposition de telles responsabilités sur ces personnes aura pour effet de bouleverser l'organisation et la pratique des sociétés dans ce pays, ce résultat est précisément celui que le Comité recherche ». Cependant il se sépare du Sénat : « Mais les obliger à garantir l'exactitude absolue de chaque déclaration qu'elles sont tenues de faire ne serait pas un remède efficace, et ce serait contrarier les vœux du Président, à savoir que la protection du public soit réalisée avec le moins d'obstacles possibles à l'activité des affaires honnêtes ». Ce comité préconisait, par conséquent, une responsabilité qui ressem-

blerait à celle de toutes les personnes qui se trouvent vis-à-vis d'autres dans une position de confiance. Cette responsabilité serait présumée chaque fois que le demandeur aurait établi l'existence d'un fait dommageable, mais les personnes responsables pourraient se disculper en prouvant qu'elles n'ont pas été négligentes.

Cette dualité de principes se fait jour dans le « Securities Act ». La responsabilité absolue a été retenue pour les sociétés émettrices elles-mêmes et pour les personnes qui les contrôlent. D'autre part, la dispense de la preuve d'une causalité entre les fausses allégations et l'achat des titres, mitigée, il est vrai, dans le texte de 1934, et d'autre part l'obligation pour le défendeur de prouver non seulement sa bonne foi, mais encore le fait qu'il a entrepris une enquête raisonnable portant sur la véracité des faits allégués, sont d'autres manifestations des principes absolus préconisés par le Sénat.

Il est évident que le passage du principe de *caveat emptor* au principe de la responsabilité absolue des émetteurs est critiquable. On ne peut pas s'empêcher de comparer cette responsabilité à celle qui est imposée en droit français aux automobilistes pour les dommages causés aux piétons. Là aussi on peut parler d'une responsabilité absolue laquelle est basée soit sur une idée de risque, soit sur une idée de mise en œuvre d'une chose dangereuse. Il est intéressant

de noter à cet effet que sous l'influence de M. BRANDEIS (1), juge à la Cour Suprême, et du Professeur BERLE il s'est introduit dans certains esprits l'idée que les sociétés par actions soit en raison de leurs dimensions, soit en raison de la liquidité extrême d'une moitié de la richesse nationale qu'elles ont provoquée, sont des choses dangereuses dont les risques doivent être à la charge de ceux qui sont le plus susceptible de les supporter. Mais malgré que cette assimilation soit pour le moins prématurée, il y a entre la situation d'un porteur de titres vis-à-vis des émetteurs et celle d'un piéton vis-à-vis d'un automobiliste une différence essentielle, à savoir que ces derniers ont des intérêts non seulement indépendants mais encore de nature différente tandis que les premiers ont des intérêts similaires et concordants ; tous deux, en effet, sont intéressés au succès de l'entreprise et tous deux, par conséquent, doivent supporter une part des risques qu'elle comporte.

Les dispositions de l'Act qui rendent les émetteurs et les personnes qui les contrôlent responsables sans qu'ils puissent exciper de leur bonne foi et de toutes les précautions qu'ils ont prises, de même que celles de l'article 12, § 1 qui mettent une telle responsabilité à charge des vendeurs de titres qui vendent des titres non inscrits ou des titres inscrits mais à l'aide

(1) *Other People's money* (1912).

de prospectus irréguliers ou sans prospectus, sont donc injustifiées et critiquables. Elles ne s'apparentent à aucun principe de la « Common Law » et n'ont leur correspondant dans aucune autre loi anglo-américaine.

La majorité des dispositions de responsabilité civile s'inspirent, au contraire, des idées préconisées par la Chambre des Représentants. Ces dispositions sont excellentes, et elles répondent parfaitement au but de la loi. Elles ont pour effet, d'abord d'élargir le nombre des personnes responsables en y comprenant toutes les personnes, notamment les banquiers qui interviennent plus ou moins directement aux émissions financières. L'Act a, par conséquent, détruit la « citadelle » de la « privity » qui constitue dans le droit commun le principal obstacle à la réparation des pertes subies par les acheteurs de titres. D'autre part, l'Act a considérablement facilité la tâche des demandeurs en réduisant la preuve qu'ils ont à fournir à l'établissement d'un fait dommageable. Le fardeau de la preuve tombe principalement sur le défendeur dont la responsabilité est présumée jusqu'au moment où il arrive à prouver sa bonne foi et des efforts raisonnables pour justifier et confirmer celle-ci. Enfin, l'Act s'efforce de simplifier la procédure en précisant et en limitant les éléments de fait et en prévoyant des règles considérablement plus libérales que celles du droit commun.

En rattachant ces dispositions aux principes de la « Common Law » on peut dire en quelque sorte que le « Securities Act » a pour effet d'étendre l'application de l'action de négligence au domaine des émissions financières, après en avoir éliminé toutefois l'élément de « privity ». Comme cette action, en effet, l'Act repose sur une idée de devoir, car il met à la charge de toutes les personnes qui interviennent à l'émission non seulement un devoir de s'abstenir de fraude et même de simple négligence, mais encore un devoir de compétence.

CONCLUSION

Dans le « Securities Act » de 1933 les États-Unis ont une loi excellente qui a pour but d'opérer le contrôle des émissions financières. Mais est-ce à dire que l'épargne s'en trouvera efficacement protégée ? On peut en douter.

La protection de l'épargne doit intervenir à trois phases successives de la vie des sociétés, à savoir :

- a) au moment de la formation de la société,
- b) au moment de l'émission publique des titres, et
- c) lors de la circulation des titres et de leur négociation sur les bourses de valeurs.

Les deuxième et troisième phases sont respectivement couvertes par le « Securities Act » de 1933 et par le « Securities Exchange Act » de 1934. Mais la première phase fait l'objet des lois de sociétés des quarante-huit états de l'Union, et non pas d'une loi fédérale. Or les différents États se sont efforcés d'attirer sur leur territoire le plus grand nombre de sociétés en édictant des lois les unes plus libérales que les autres. Le résultat est que le droit américain de la formation des sociétés, de la souscription du

capital, de la rémunération des apports, de la responsabilité des fondateurs, etc. est d'une faiblesse extraordinaire, et malgré les lois les plus perfectionnées qui puissent les contrôler dans le cours de leur existence, les sociétés n'en sont pas moins atteintes d'un défaut originel.

Une telle situation suggère immédiatement la nécessité d'une loi fédérale couvrant la matière des sociétés, mais ceci impliquerait un amendement de la constitution des États-Unis et un abandon de la part des États d'un de leurs privilèges les plus précieux, de sorte qu'une telle loi bien que désirable et même nécessaire est pour le moment politiquement irréalisable.

Tout excellent qu'il soit, le « Securities Act » appuyé du « Securities Exchange Act » ne peut pas à lui seul remédier à une situation qui est viciée dès l'origine, et malgré lui les porteurs de titres américains restent exposés à des pertes considérables.

VU :

Le Doyen,

E. ALLIX.

VU :

Le Président de la Thèse,

HENRI LÉVY-ULLMANN.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,

S. CHARLÉTY.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	5
--------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

LES ÉMISSIONS FINANCIÈRES AUX ETATS-UNIS ET LE DROIT COMMUN

CHAPITRE I. — <i>Organisation et mécanisme des émissions financières</i>	9
CHAPITRE II. — <i>Responsabilité des émetteurs de titres dans le droit commun</i>	19
I. La « Rescission »	23
II. L'action de « Deceit »	28
III. L'action de « Negligence »	37
CHAPITRE III. — <i>Caractéristiques nécessaires d'une loi moderne de protection de l'épargne</i>	44
CHAPITRE IV. — <i>Les « Blue Sky Laws »</i>	51
CHAPITRE V. — <i>L'« Interstate Commerce »</i>	58

DEUXIÈME PARTIE

LE FEDERAL SECURITIES ACT DE 1933

HISTORIQUE.	63
CHAPITRE I. — <i>Inscription et Publicité des émissions financières</i>	68
I. Le « Registration Statement »	70
II. Le Prospectus et les autres communications	78
CHAPITRE II. — <i>La « Securities Exchange Commission et son contrôle »</i>	81

CHAPITRE III. — <i>La Responsabilité Civile</i>	87
I. Responsabilité pour inobservation des prescriptions de l'Act	88
II. Responsabilité pour fausses allégations dans le « Regis- tration Statement »	90
III. Responsabilité pour fausses allégations dans le Pros- pectus et les autres communications.....	104
IV. Responsabilité Pénale.....	109
CHAPITRE IV. — <i>Les Emissions des Gouvernements Etrangers et de leurs subdivisions Politiques</i>	111
CHAPITRE V. — <i>Le « Companies Act » anglais de 1929</i>	118
CHAPITRE VI. — <i>Appréciation critique du « Securities Act »</i>	129
CONCLUSION	137

